

## 中国証券監督管理委員会 「中国資本市場発展簡要回顧」について

福 光 寛

### はじめに

小稿は中国証券監督管理委員会『中国資本市場発展報告』中国金融出版社、2008年6月刊の第1章「中国資本市場発展簡要回顧」の全4節のうち第1節から第3節までを細かく検討したものである。本書について大和総研が『中国資本市場の発展』と題した全訳を2009年2月に中央経済社より刊行しているが、以下の引用では拙訳を用いる。

なお割愛した第4節では国民経済全体と社会発展にとっての資本市場の役割が議論されている。各節の中国語の表記は以下のとおりである。

第一節 中国資本市場的萌生（1978 - 1992年）

第二節 全国性資本市場的形成和初步発展（1993 - 1998年）

第三節 資本市場的進一步規範和発展（1999 - 2007年）

編集後記によれば『発展報告』は、中国証券監督管理委員会の一大事業として、2006年5月に正式に執筆作業が開始され、1年余りの時を経て完成したもので、現地調査はもちろん、数十回に及ぶ座談会を開き、関連団体、専門の研究者などの意見も聴取したとある。翻訳した1節から3節ま

でで新中国建国後 2007 年までの中国資本市場の歴史が簡略ではあるが「正確に」記述されている。簡略といっても記述内容のほとんどは一般の日本の経済研究者に知られていない知識であり、その内容は多くの日本人に新鮮である。またこの 3 節までで様々な事件など市場の問題点が公史に記録され位置付けられた意味は大きい。実は中国証券市場のこうした裏面の問題は断片的に伝わっているが、日本の学界では、これをどう位置付けるべきか本格的な検討や議論は、私を知る限りではまだ行われていない。

最初に第 1 章の序文にあたる部分から始める。

ここではまず市場経済の進展とともに資源配分の面でも市場志向的アプローチが求められ、それが資本市場の登場に結びついたとしたうえで、今や資本市場は改革の推進力ともなっているとしている。

「中国経済が洗練され、国有企業改革が進展した結果、それにふさわしい金融制度が必要となった。中国資本市場はこの欠落を満たすために登場した。中国の市場経済の進展とともに、資源配分でさらに市場志向的アプローチが求められ、中国資本市場の漸次的確立と発展が導かれた。」「中国資本市場の生成と展開は過去 20 年間の経済発展の原因でもあり、また同時に結果でもある。重要な経済社会改革の背後にある資本市場は、改革の推進力の一つになり始めている。」（中国語版原書 p. 1，日本語訳書 p. 3 なお以下の訳文はすべて福光によるものである）

そして中国の資本市場の歩みを以下のように 3 段階に区分している。この 3 つの段階が第 1 章の最初の 3 つの節に対応している。

「第一段階：1978 年初頭より 1992 年まで。中国は経済改革を全面的に始めた。中国の資本市場が、中国企業の法人化のプロセスに対応して登場し始めた。

第二段階：1993 年から 1998 年まで。[ 1992 年 10 月の ] 中国証券監督管理委員会（中国証監会 CSRC）の設立が主たる道標である。これにより中国

## 中国証券監督管理委員会「中国資本市場発展簡要回顧」について

は資本市場の監督を統合した。地方のパイロットプログラムが、全国に拡大された。そして全国的資本市場が、登場し成長を始めた。

第三段階：1999年から2007年まで。[1999年7月の]証券法の施行が主たる道標である。国民経済における中国資本市場の法的立場が、定式化され強化された。そして資本市場のさらなる発展を促すための一連の主要改革が続けられた。」(同前)

なお2000年に出版された郝繼倫の『中国股票市場発展分析』は、1995年に公布された商業銀行法が、銀行業と証券業の分離を定めたことを重くみて、1996年以降で段階を分けている(郝繼倫『中国股票市場発展分析』中国経済出版社、2000年4月、pp. 45-47.)

つぎに第1節に入る。

### 1. 中国資本市場の登場(1978 - 1992年)

ここではまず中国の古代史から説き起こしていることが注目される。つぎのようなコラムが最初にある(原書 p. 3 訳書 p. 4.)

#### 中国の歴史上の証券

紀元前770年から紀元前256年までの春秋戦国時代、王侯貴族はすでに借入や貸付を行っていたが、これは中国におけるもっとも古い債券の登場につながった。

明王朝の末から清王朝の初期(17世紀半ば)、ハイリスク、ハイリターン of 事業を、投資家を募ってプールした資金で行うことが始まった。この投資に加わる契約は、株券の初期の形態とみなされる。

1872年に、中国での最初の西欧式の株式会社である輪船招商局が設立され、株式を公募発行した。

1918年に設立された北京証券交易所は、中国人により設立された最初の株式取引所となった。

1920年代から1930年代にかけて、上海は、証券市場における活発な取引もあって極東における指導的金融センターとなった。

日本で証券市場を議論するときも実は同じ問題があるが、古代中世など古い歴史上の証券の問題を近代の問題と一緒に議論していいのか、区別するとすればどういうことに注意すべきか、といった問題を感じる。コラムとはいえ、無批判に古代中世の問題を取り上げてしまうのは、学問的には疑問があるが、中国にどのような起源があるかという話は興味深い。また近世中国における資本主義の発展をどう評価するかも、今後議論される必要がある。

ところで株式会社については、有限責任制となっているか、持ち分譲渡は自由にできるか、会社自身の組織が整っているかなどを日本では問題にしてきた。

このコラムは中国では1872年の輪船招商局が西欧式株式会社の最初のものだとするが、小林和子によると、日本で株式会社といえる最初のもは、1869年2月設立の通商会社また1869年5月設立の為替会社であり（無限責任であるものの出資持分である差加金手形の売買譲渡が自由であった）、近代的な形態を備えた（有限責任であり頭取、取締役などの組織を備えた）株式会社の最初は1872年11月発布の国立銀行条例に基づき1873年6月に設立された東京第一国立銀行である（小林和子『株式会社の世紀』日本経済評論社、1995年12月、pp. 8-13）。

中国のアカデミニズムにおける株式会社の議論がどのような水準にあるのかも、いずれ検討したい。

またこのコラムでは1891年の上海での証券交易所設立については無視して、1918年の北京における証券交易所設立を中国人による最初の交易所としている。これは1891年に上海股份公所と上海衆業公所が設立されているものの、それらが外国人商人主導のものであるということと、取引内容が外国企業株やゴムへの出資証〔*橡膠股票*〕などが中心であったことから、高く評価しないということであるようだ（cf. 叶永良、張後富主編『証券投資学』経済科学出版社、2005年12月、p. 43. Ranald C. Michie, *The Global Securities*

*Market A History*, Oxford University Press, 2006, pp. 110, 162-163. )

しかしこの北京の証券交易所 1918 年設立に注目するやり方は手元の別の文献とは矛盾する点がある。手元の文献は、1882 年の上海平准股票公司を中国最初の株式取引所として紹介している（上海市档案馆編『旧上海的証券交易所』上海古籍出版社，1991 年 8 月，pp. 394-395.）。もう一つの文献は 1914 年設立の上海股票商業公会を中国人による最初の交易所と紹介し、1918 年の北京証券交易所については証券業務專業であったことを評価している（馬鳴家主編『中国的証券市場』中国財政經濟出版社，1993 年 4 月，pp. 5-6）。

1911 - 12 年の辛亥革命を経て清朝が終わり中華民国の時代が始まる。そこから 1978 年の中国共産党第 11 回党大会三中全会 [ 第 3 回全体会議 ] で改革開放政策が承認されるまでの 60 年余りに何があったかについて、発展報告の記述に時間的空白があることも注目される。

### 1.1 株式制度改革と株式の登場

報告は 1970 年代の農村部で現れた合本式の郷鎮企業を株式会社の先駆形態としたうえで、農村部の集体企業と大小の国有企業の中から株式発行の試みが始まったことと、当初は額面で発行され、また驚くべきことに固定配当で償還されるものであったと伝えている。

「1970 年代後半に農民により設立された合本式の郷鎮企業は、改革解放後の株式保有会社の最初の形態だった。1980 年代の初めには、国営小企業 [ 小規模の国有企業 ] と農村部の集体企業 [ 集団所有企業 ] が株式所有改革を始め、さまざまな株式所有構造の形を出現させた。」(原書 p. 3 訳書 p. 5)「株券は通常、額面で発行された。そしてほとんどの場合、配当は固定されていて、満期に償還される点で債券と異ならなかった。」(原書 p. 4 訳書 p. 6)

## 1.2 債券の登場

発展報告は、株式発行の試みが始まった1980年代前半に債券も登場したことを伝えている。まず1981年7月に国債発行が再開される。そして1982年以降は一部の企業による企業債の発行である。1984年以降の金融債の発行も記されている。言及はないものの、各部門での資金不足が背景にあることが想像される。

各債券の中で低利で発行される国債が、割当方式で発行されたのは予想がつくところだが、金融債が預金より高利とされることで資金を吸収したこと、企業債は当初、無秩序に発行されたこと、国务院の指示で中国人民銀行が総発行額の規制に乗り出したものの、結果として債務不履行の続出を招いたことなどの記述は興味深い。この債務不履行の経験は、社債による資金調達がその後も進まない一因になっているのではないか。

「1984年に中国はインフレを抑制するため緊縮的金融政策を実行した。このマクロ経済環境のもとで、いくつかの建設プロジェクトは銀行貸付により資金不足を賄った。銀行はこれらのプロジェクトの完成を支援するため預金より高利の金融債の発行を始めた。」(原書 p.5 訳書 p.8)

「1982年以降、少数の企業が、内部からかあるいは公衆からか、利子付きの資金の調達を始めた。これらは企業債の初期の形態となった。1986年の終わりには、これらの規制されていない債券は、残高で100億元〔29億米ドル〕以上に達した。1987年に国务院は今後の債券発行は中国人民銀行(PBC)の承認を必要とすると定めた。中国人民銀行、国家計画委員会(SPC)、そして財務部は、毎年企業債発行の上限を定めることになった。」「企業債発行の熱病のなかで、多くの企業は満期に償還の用意がなく、その多くが債務不履行となった。1993年以来、企業債の発行は長期にわたり減少を続けた。」(原書 p.5 訳書 p.7)

この債務不履行の経験をどう評価するべきだろうか。手元の文献によれば、人民銀行が発行承認の権限をもち、先進国の格付け制度に似た仕組み

## 中国証券監督管理委員会「中国資本市場発展簡要回顧」について

も導入された。また発行市場に対する日常的な監督も行われた（馬鳴家主編『中国的証券市場』中国財政經濟出版社，1993年4月，pp. 92-97）。そうした準備にも関わらず、債務不履行の続出に終わったとすれば、これをどう評価すべきか。権限を今度は誰に与えるべきか。これらの点は、企業債の再開に政府が慎重になる十分な理由となるのではないか。

### 1.3 証券市場と交易所の登場

このようにして証券が登場するとともに、証券取引とその仲介業者が必要とされるようになったと報告は続いている。注目されるのは債券取引と株券取引の店頭取引が1980年代後半にほぼ同時に始まっていること、とくに国債取引がすでに全国的な取引網をもって1988年にスタートしていることは注目される。日本で知られている1990年の上海と深圳での証券交易所設立前に、こうした全国的な証券取引の歴史があったことは興味深い。

「1986年8月、瀋陽信託投資会社は株券と債券の仲介サービスと、企業債を担保にした貸付とを開始した。1ヶ月後に中国工商銀行 [ICBC] の子会社である上海市信託投資会社の静安証券業務部は、同社が[1984年に]代理発行を引き受けた上海飛樂音響株式会社と延中実業会社の株券の店頭取引を開始し、ここに株券流通市場が初めて登場した。[他方]1988年4月に、7つの都市で個人投資家による国債取引が認められた。[この措置は]2ヶ月後には、28の省と自治区、54の大中都市に広げられた。1988年末までに、取引は全国に広がり債券流通市場の草創期が始まった。1990年に中国政府はいくつかの大都市に証券交易所の設立を認め、結果として1990年12月に上海証券交易所と深圳証券交易所とが設立された。」（原書 p. 6 訳書 p. 8）

### 1.4 証券仲介業と自己規制組織の登場

証券仲介業がどのように生まれたかについては、1984年、上海市にお

ける上海飛樂音響株式会社と延中実業への中国工商銀行の対応を別にすると、ここでは国債取引の問題が先行していたことが以下の記述から明らかである。

「1984年に中国工商銀行 [ICBC] の子会社である上海市信託投資会社の静安証券業務部は、上海飛樂音響株式会社と延中実業の2銘柄の [代理発行] を引き受けた。1987年9月に中国最初の專業証券である深圳特区証券会社が設立された。1988年に、国債取引は全国に広がり、中国人民銀行は、国内に証券会社33社を設立する資金を配分した。その間に、[日本の財務省に相当する] 財務部とその地方当局も同様にいくつかの証券会社を設立した。(原書 p.7 訳書 p.9)

#### 1.5 先物交易の実験

1991年に鄭州糧食卸売市場で前渡契約取引がまた1992年には深圳非鉄金属先物取引所で先物契約取引が始まったことが記されている。が、商品先物市場と証券仲介業者や証券市場との関連には言及されていないので、中国証券史にとっての商品先物の意味は分からない。28によると直後の1992年12月に上海証券交易所で債券先物取引が始まり、1992年に設立された証券監督管理委員会に国務院は商品先物市場の監督権限を与えている。

#### 1.6 まともな規制と監督の必要性

ここではまず規制と監督の仕組みがないまま（中央政府による監督組織はまだなかったし監督規制については法規そのものが未整備だった）、1990年3月に上海と深圳で株式の公募発行が始まり、上海と深圳に株式を得ようと投資家が集まり、ついに1992年の8.10事件に至ったことが書かれている。

1992年の8.10事件については張志雄・高田勝巳『中国株式市場の真実』ダイヤモンド社、2007年6月、pp. 37-41に詳しい記述がある。それによれば、深圳市が5億株の公衆株に対して1992年8月7日に500万枚



の抽選券を発行。これを入手しようと 100 万人を超える人々が 8 月 9 日の朝までに行列を作った。8 月 9 日の夜 9 時に抽選券は売り切れ、8 月 9 日深夜に抽選券を入手できなかった人々が市政府に押し寄せ暴動に発展した。

この事件は証券市場について地方政府による監督管理に限界があることを中央政府に強く意識させることになり、1992 年 10 月の証券監督管理委員会設立の直接的な契機になったと考えられる。

「中国資本市場は、統一的な規制や監督の枠組みを欠く、多数の地域的な計画から発展した。深圳における「8.10 事件」は、このような無秩序な発展の危険性を改めて明らかにした、そして資本市場が [ 中央政府による ] 統一された規制と監督を緊急に必要としていることを示すことになった。」(原書 p.9 訳書 p. 11)

しかしこれだけの「大事件」があっても結果として株式市場が鎮圧されるのではなく、生かされたことも興味深い。1992 年年頭の鄧小平による南巡講和に示される党中央の姿勢は無視できないが、国有企業を株式会社に転換して株式市場を使って、国有企業の資金を調達する [ すなわち経済成長のための資金を市場から得る ] という政策課題が強く意識されていたからではないか。発展報告はつぎのように述べる。

「1992 年 [ 10 月 ], 中国 [ 共産党第 14 次全国大会 ] は経済改革の主要な目的が「社会主義市場経済の建設」にあると明確に定めた。その鍵になる戦略は、国有企業 (SOEs) を株式会社に転換して、国有企業が株式市場から資金を調達できるようにすることにあった。[ 1990 年から ] 上海と深圳で試行された株式発行は 1993 年に中国全土に拡張され」た。(同前)

## 2. 全国的資本市場の形成と初期の発展 (1993 - 1998 年)

1992 年 10 月に、中国国務院は証券管理委員会 (SCSC) と中国証券監督管理委員会 (CSRC) とを設立した。そして 1992 年 12 月には国務院が「証券市場の全体的管理をさらに強化するための通知」を出した。この通知は、

その後の中国資本市場の発展を確定付けた。

報告は「通知は初期の実験や試行の教訓を総括して、将来の発展の基軸となる戦略的方向性について述べており」、資本市場の発展に向けた政府の政策課題を明らかにしている。やや自画自賛の感はあるが、報告は「中国資本市場の初期の発展はこの通知の成果だという意見は少なくない。」（原書 p. 10 訳書 p. 12）と結んでいる。

## 2.1 統一監督管理体制の確立

ここでは中国人民銀行において1992年5月に一度始められた証券市場の監督業務が、1997年11月の金融工作会議で証券監督管理委員会に移管されたこと。その背景には銀行業、証券業、保険業の運営と監督を分離する金融制度を選択した事情があったこと。また1992年10月に国务院の組織として、証券監督管理委員会（証監会）と同時にその上部組織として設立された証券管理委員会は、1998年4月に証監会に統合されたことなどが述べられる。なお1998年4月の時点で証監会は36の地方事務所を整備するに至ったとしている。こうした記述と13や14の記述と合わせると、すでに中国証券市場が全国的な広がりをもっていたことがわかる（原書 pp. 10-11 訳書 pp. 13-14）。

## 2.2 法的枠組みの進展

ここでは証監会が多数の法規を精力的に整備したことが書かれている（詳細省略）。

## 2.3 株式発行承認制度の確立

1992年10月の証券管理委員会と証券監督管理委員会の設立のあと、株式の公募発行が全国で可能とされたものの、過剰な投資の抑制を考慮して、証監会が毎年の発行株数の上限を地方政府である省や産業ごとに割り当て

る措置をとり、最終的承認権限も持ったことが明らかにされている。また新規公開株の取得については透明性を重視したこと、新規公開時の発行価格については、[ 額面方式から ] 固定された株価収益率と1株当たり利益率から機械的に算定する方式に変化したとしている(原書 pp. 12-15 訳書 pp. 15-17)。

#### 2.4 証券交易所の導入と発展

ここでも興味深いことが語られる。1990年代、上海や深圳以外に各地に証券取引所に類するものが、地方政府の主導により生まれたということである。なおそれが国務院により整理されるのは1998年のことである。

「上海証券交易所と深圳証券交易所が設立された前後に、地方政府により国務院の承認なしに、かなりの数の地方の資産あるいは所有権の交易市场、証券交易市场あるいは証券の自動化された値付けシステムが設けられた。それらは非上場会社の株券売買を行い、そのうちの一部はのちに上海証券交易所と深圳証券交易所の地方売買交易所として関連付けられた。」(原書 p. 15 訳書 p. 18)

注目されるのは非上場会社の株券売買市場だったということである。そして1998年に国務院がこうした市場の整理に乗り出すまでの間、これらの市場が黙認されていたように見えることである。

「1998年3月に国務院と証監会は「規制されていない株式取引の統合整理計画」を出して、地方の資産あるいは所有権の交易市场が、株式の公募発行や公募された株式の売買に関わることを禁止した。1998年9月に国務院と証監会とは再度「証券交易市场の統合清算計画」を出して、非上場企業およびファンドの株券とワラント債の公募と売買を、上海と深圳の証券交易所と結ぶことで組織化していた[非公認]証券交易市场とその子会社の証券預託会社を閉鎖した。その後さらに、証監会は、「拡張を認めず、正式の交易所にその業務を統合し、最後は閉鎖する」というやり方で、裏

通りと店頭の非合法の小口売買市場41ヶ所を統合閉鎖した。」（原書 p. 15 訳書 p. 18）

注意したいのは、国務院はこれらの市場が公募株式の募集・売買に関することを禁止し、しかる後に統合を進めたことである。また禁止されたのは公募株式、つまり上場株の募集・売買に關与することである。またこの文面からは地方の所有権交易市場のすべては閉鎖されずなお残ったことが推測される。

## 2.5 仲介業者の成長

ここでは1992年10月、証券監督管理委員会が設立されたまさに同じ時に、中国工商银行、中国農業銀行、中国建設銀行の關係会社として華夏、南方、国泰という全国的証券会社3社が設立されたほか、銀行、地方政府、中央政府行政機關が出資して多数の証券会社が設立されたとしている（原書 p. 16 訳書 p. 19）。すでに14のところで1980年代後半に中国人民銀行や財務部とその地方当局が証券会社設立に動いたことが説明されている（原書 p. 7 訳書 p. 9）。

このように政府機關や国立銀行が設立母体であるのは、それらの組織の資金調達に証券会社設立の意図に深く絡んでいると考えられる。

## 2.6 証券投資ファンドの登場と規制

1991年以来、多数のファンドが作られ、市場の混乱を招いた結果として1997年に規制が整備されたことが記されている。ここで注目されるのはこうしたファンドの募集を、地方政府や[国有]銀行支店が支援したとの記述である（原書 p. 16 訳書 p. 19）。これもどのような背景があったのかを具体的に検討する必要がある。

## 2.7 対外開放

## 中国証券監督管理委員会「中国資本市場発展簡要回顧」について

1991年以降、外貨不足もあり、中国株式を外貨で購入することが可能にされたが、このことは「ある程度まで、資本の不足を緩和し、企業の統治と経営を改善し、中国証券市場の法的なまた会計的な慣行を改善した。」(原書 p. 17 訳書 p. 20)

### 2.8 先物市場を発展させる初期の試み

1992年12月に上海証券交易所で債券先物取引が導入された。注目されるのは1995年初頭までに債券先物の交易場所が全国に14ヶ所も整備され、それにともなって取引が増加したとの記述である。ところが盛行をみた債券先物取引に、1995年2月、327回債先物取引をめぐる混乱が生ずる。結局、1995年5月債券先物取引は中止される。この事件の背景に何があったのか。

まず報告におけるこの事件の描写を全文引用する(原書 p. 19 訳書 p. 23)。

#### 327回財務部債券先物による混乱

327回債先物とは、1995年6月を期限とする3年物の財務部債券についての先物契約である。インフレと政府債割引率についての異なる見通しから、多くの投資家のこの先物契約の価格についての見方は割れていた。1995年2月23日に327回債の相場が激しく上昇した。327回債の主たる売り手であった万国証券は148.5元(17.78米ドル)より下に相場を維持できなければ60億元(7億1,850万ドル)の損失をかかえるところだった。市場が閉じる最後の8分間に万国証券は700万口、1,400億元(168億米ドル)の巨額の売り注文を出した。その結果その日の高値の151.3元(18.12米ドル)から終値は147.5元(17.66米ドル)に下がった。上海証券交易所は、取引の異常さを理由に当日の最後の8分間に行われたすべての取引の無効を宣言する緊急通知を出した。1995年5月、財務部債券先物取引は2年間の実験のあと中止された。

1995年の327回債国債先物事件は、1992年の8.10事件に続く大きな事件とされている。

その背景として1991年末から1993年にかけて国債の取引市場として先

物市場のほか現先市場が整備されたがこれらの市場が証券会社の資金調達  
の場所として利用された面を指摘できる。証券会社は顧客から預かった国  
債を用いて空売りをを行い、そこで得た資金で株式や不動産に投機を行った  
とされる。さらに1994年秋に国債の利率が固定利率から変動利率とされ  
たことで、先物価格の変動幅が拡大していた。1995年2月の事件当時、  
売り手の中心は万国証券だが、買い手には財務部100%出資の投資会社が  
控えていたので、勝負は決まっていたのかもしれない。この事件は、上海  
証券交易所を上海地方政府が十分統制できなかったことを意味しており、  
深圳での8.10事件に続き、中央政府による証券市場に対する統制強化に  
つながった。言葉を換えれば証券監督管理委員会は監督権限を強めること  
になった（徐燁聡『入門中国の証券市場』東洋経済新報社、2003年7月、pp. 84-  
85・張志雄・高田勝巳『中国株式市場の真実』ダイヤモンド社、2007年5月、pp.  
47-50。）

なお現在でも国債現先市場は証券会社の資金調達ルートになっており、  
その規制の在り方は課題として残っている（張志雄・高田勝巳、前掲書、pp.  
191-204・野村総合研究所編『中国証券市場大全』日本経済新聞出版社、2007年12  
月、pp. 113-117。）

なお報告は、商品先物の規制にも言及している。それによれば1993年  
当時50前後を数えた商品先物交易所が1995年4月までに14にまで減ら  
された。それが国務院の直接の指示で1998年8月には、上海、大連、鄭  
州の3商品交易所にさらに絞られた。つまり国務院が、商品先物取引につ  
いて、大変厳しい態度をとったことが窺える。報告は次のように述べてい  
る。

「1993年末に中国は先物市場の整理を始めた。国務院は、国務院証券委  
員会と証券監督管理委員会とに先物市場監督責任があることを明確にした。  
国務院はすべての新規先物交易所の法人化の承認を中止した。そして既存  
の取引所を次第に3つに統合した。国務院は国有企業による先物取引に厳

格な統制を課した。また非合法の先物仲介業者多数を罰した。また多数の商品先物取引を中止した。」(原書 p. 19 訳書 p. 22)

### 3. 資本市場のさらなる規制と発展 (1999 - 2007 年)

この第三期は証券法の公布 (1998 年 12 月)・施行 (1999 年 7 月) に始まり、2001 年 12 月の中国の世界貿易機構への加盟をはさんで、証券法・会社法の改正 (2005 年)・施行 (2006 年) が行われた。三期には資本市場の改革が一段と進んだとしている。

#### 3.1 資本市場についての法と規制の体系整備

1992 年に証監会が設立されたときには、法規を執行する部門がなかったが、1995 年に市場における不正な活動を捜査する部門が置かれたとしている (原書 p. 22 訳書 p. 25)。2.1 のところで 1998 年に証監会が、全国的な規制監督機関としての地位を確立したことに触れているが、これを受けて地方の執行体制が次第に整備された (原書 p. 11 訳書 p. 13)。また 2002 年には市場操作とインサイダー取引を捜査する部門が一般の捜査部門から独立して充実された。

摘発された多くの事案のうち、瓊民源事件 (1996-1997)、中科創業事件 (1998-2001)、銀廣夏事件 (1999-2002) の 3 つがコラムで代表的なものとして紹介されている。また以下のような数字が公開されているが毎年の摘発件数などは示されていない。「証監会は、2003 年から 2007 年の間に 736 件を調査して、104 件については刑事犯として告発した。212 件については行政処分を行った。」(原書 p. 22 訳書 p. 25)

なお瓊民源事件や銀廣夏事件はいずれも会計士事務所が絡んだ粉飾決算が背景にある。この 2 つの事件については以下にも記述がある。何清漣『中国 現代化の落とし穴』草思社、2002 年 12 月、pp. 43-45。張志雄・高田勝巳『中国株式市場の真実』ダイヤモンド社、2007 年 5 月、pp. 166-

173. これらの事件をみていると、中国企業の財務諸表の信頼性に問題があることが窺えるが、以下は中国における会計情報不備の蔓延を指摘している。日本証券経済研究所編『図説アジアの証券市場 2004年版』2004年1月、pp. 112-113. また以下は中国企業会計制度の問題点をまとめている。柯隆『中国の不良債権問題』日本経済新聞出版社、2007年9月、pp. 161-165.

こうした一連の指摘が正しければ中国資本市場には、企業会計制度の運用の適正化という大きな課題も残っていることになる。

なお中科創業事件は株価操作の代表的事例として例示に挙げられたのであろう。

### 3.2 資本市場の規律ある発展

資本市場についての様々な制度が整備された。しかし整備が進むほど市場の発展を妨げる諸問題、とくに非流通株問題など一連の問題が課題として意識され、課題は2004年1月の「資本市場の改革開放と安定した成長のための国务院意見書」に整理され、改革が開始されたとしている。

ところで非流通株を知るにはまず流通株の定義を知る必要がある。「流通株は新規株式公開で大衆により購入され、取引所に上場されている」株式のこと。「非流通株は、株式が公開される以前からの株主が保有しているもので指定された関係者の間で交渉によってのみ譲渡される。」（原書 p. 24 訳書 p. 27）市場にでてこない非流通株が大量に存在することは、流通株を売買する人にとっては潜在的な値下げ圧力として脅威になるし、株価の透明性を妨げる。また株式市場を通じた企業統治という点からも問題を残すことになる。

この非流通株問題のほか、2004年の国务院意見書が取り上げた課題には、「上場会社になったあとの組織変更が不徹底で企業統治に問題があること、証券会社の経営力が弱く規律に欠けること、機関投資家の規模が小



さく多様性にかけること、金融商品の構成に偏りがあり、大型の投資資金に適合した優良株、固定収益商品や金融派生商品などが不足していること、マーケット・メーカーや機関投資家向けリスクヘッジ手段を欠いていること」(原書 p. 24 訳書 p. 28)がある。

### 3.3 市場システムの多層化と商品の多様化への努力

ここではまず 2005 年 5 月に深圳証券交易所に設けられた創業板(新興企業市場)が紹介されている。その記述により 2001 年に調査を始め、2005 年によく開設されたことがわかる。

しかしこの創業板より興味深いのは、株券譲渡システムについての紹介である。それによるともともと法人株、つまり法人保有株の取引システムとして 1992 年に STAQ、また 1993 年には NET というシステムが開設され稼働していた。

「STAQ とは証券交易所設計連合事務室(現在の名称は中国証券市場研究設計センター)により 1992 年 7 月に開発された全国証券取引自動報價システム (Securities Trading Quoting System) のことであり、このシステムは主として法人株の取引を行っていた。NET とは 1993 年 4 月に中国証券取引システム有限会社により法人株取引のために開発された全国電子取引システム (National Electronic Trading System) のことである。」(原書 p. 26 訳書 p. 30)

ところが 1999 年に政府がこれらを閉鎖した。その閉鎖理由は書かれていない。しかし閉鎖の結果、このような場外システムでしか売買できないものがあるため問題が生じた。そこでこの 2 つのシステムで上場していた企業の流通株の譲渡のために、中国証券業協会が 2001 年に株券譲渡システム(股份轉讓系統)を導入したというのである。

つまり 1990 年代に、上海、深圳の交易所とは別に STAQ や NET という売買システムが平行して存在していた。そして一旦 1999 年にこの場外システムは政府の判断で閉鎖されたが、おそらくは非上場株式を売買する

システムの必要性が理解されて、2001 年に株券譲渡システムとして復活させられたということである。

場外システムで扱うものに上場を廃止されたものがあるという説明は分かりやすい。ただし問題はそれ以外のものである。2 つの取引所とは別に実質的に株式を公開するルートがここにあるように見える。報告はつぎのように述べる。

「このシステムにより、その後、上海および深圳証券交易所で上場廃止となった企業の株券の譲渡も可能になった。2006 年にこのシステムは拡張されて、北京の中関村サイエンスパークの非上場会社の株券譲渡を含むようになった。2007 年末現在、同システムでは、もとと STAQ および NET に上場された 8 企業のほか、2 つの交易所で上場廃止となった 41 銘柄、そして中関村サイエンスパークの 23 社を扱っている。」(原書 p. 26 訳書 p. 31)

場外市場については、株券譲渡システムのほか上海、北京、天津にある財産権交易所が非上場株式の売買を扱っていると以下は指摘している。張志雄・高田勝巳『中国株式市場の真実』ダイヤモンド社、2007 年 5 月、p. 142。このような場外市場の存在は興味深い、発展報告にその現状は書かれていない。

なお市場の退出条件を整えるということも重要な問題だが、1999 年に証券交易所は 3 年連続して損失を計上した企業の株式の売買を停止することをその規則に定めた。この 1999 年の規則は、上場廃止はさらに 3 年損失を出し続けたときとやや甘いものだった。2001 年に規則は改められ、売買停止の翌年にお利益を計上できなかったときは、上場廃止と定められた(原書 p. 25 訳書 pp. 29-30)。

### 3.4 債券市場の初期的発展

債券市場については、交易所における取引種類や取扱債券の増加がまず

指摘されている。また銀行間債券市場を中国人民銀行が1997年に開設して、取引債券が次第に拡大していること、STPなど日本でも近年問題になった自動処理システムが2004年に実現済みであることが示されている。さらに銀行窓口では2002年から個人や中小企業を相手に国債の小売を行っている。最後に社債市場の発展の遅れが指摘されている（原書 pp. 28-29 訳書 pp. 32-33）。12でみたように1980年代から1992年頃まで企業債発行のブームがあり、それがデフォルト続出で終わる（原書 p. 5 訳書 p. 7）。その後遺症が大きいとみるべきではないか。

### 3.5 先物市場の回復

先物についてこの報告では明るい側面だけがみえる。果たしてこれは現状の見取り図になっているかというのが、読後の疑問である。

無資格あるいは不法行為を行った仲介業者の淘汰整理がすすんだあと、商品先物の世界では、対象商品が拡張されたとする。また取引の安全性が保てるように「顧客の証拠金勘定は、先物仲介企業の証拠金勘定から分離された。先物仲介企業には、その純資本などの財務指標を報告する義務が課された。商業銀行は証拠金基金の受託銀行となることが予定された。そして投資家保護基金が設立された。」（原書 p. 30 訳書 p. 35）

以下はまた自画自賛めくが「今では先物取引は、経済や先物取引の基礎となる商品の現物市場をよりよく反映するようになった、また、市場参加者により良いヘッジ手段、価格付けを提供するようになった。」（同前）。上海、大連、鄭州にある3つの商品先物交易所に加えて2006年9月、上海に中国金融先物交易所が設立された。

### 3.6 WTO（世界貿易機構）への加盟と対外開放

2001年12月のWTO加盟に合わせて行った対外的な公約である中国資本市場の対外開放を中国が着実に実施達成したことが記されている。

2002年に外国資本が中国で、合併で証券会社あるいはファンド会社を設立することを認めるようになった。同じく2002年に適格外国機関投資家にA株取引を認めることにした。他方、国内の適格機関投資家に海外市場での投資を許す制度は2006年から運用が始まった（原書 p. 31-32 訳書 pp. 36-37）。

直接投資の意味における、外国の企業による中国企業株の取得については、2002年11月に上場会社の国家所有株や法人所有株、つまり非流通株についてこれを認めた。ついで2006年2月には、非流通株改革を終えた上場会社のA株について戦略的投資をすることが外国投資家にゆるされた（原書 p. 33 訳書 p. 38）。

ここで戦略的投資 strategic investment というのは、一般に企業戦略的意味合いから行われる投資を指している。これは期待収益率の実現やリスクの低減を目的とする、いわゆるポートフォリオ投資 portfolio investment と対比される。戦略的投資では、たとえば相手先企業のノウハウ・技術の取り込みとか、相手先企業との提携の強化が投資の目的となる。つまり、戦略的投資の目的は、短期的な投資収益の最大化ではなく、むしろ長期的なパートナーシップの形成にある。直接投資 direct investment の一種とも言える。当然、株式の取得比率は一定以上の大きさが必要で、取得の方法も、市場で買い集めるといよりは、協議譲渡や第三者割当による取得が想定される。具体的事例は以下を参照。野村総合研究所編『中国証券市場大全』日本経済新聞出版社、2007年12月、pp. 184-187。

## むすび

以上が中国証券監督管理委員会「中国資本市場発展簡要回顧」（発展報告の第1章第1節から第3節まで）の詳細な検討結果である。最後にここまでのについての感想を述べておきたい。

この「回顧」は、1992年12月の國務院の通知「証券市場の全体的管理

## 中国証券監督管理委員会「中国資本市場発展簡要回顧」について

をさらに強化するための通知」，さらには2004年1月に国務院が出した「資本市場の改革開放と安定した成長のための意見」がそれぞれの時点で、適切な戦略的方向付けを与えてきたことを説明しているように思われる。

他方でこの「回顧」には，こうした改革の途中で生じたさまざまな問題が正直に記載されている。これまで中国の出版物では，こうした裏面の問題はほとんど言及されてこなかった。

その意味で今回の回顧が，市場で生じた多くの事件を取り上げ，その評価を試みている態度は中国政府の自信を現しており，また開放的で好感がもてる。この開示は，つぎのような点を明らかにしている。

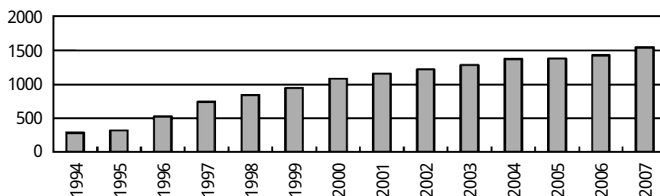
1980年代後半に企業債の発行が行き過ぎてデフォルトが多発した問題は，企業債の発行が長期間委縮する結果をもたらした。1992年の8.10事件は，中国証券監督管理委員会の設立を後押しした。1995年2月の327回債先物をめぐる事件は，上海証券交易所における債券先物取引が中止に追い込んだほか，中央政府を先物取引に対し長期間慎重にさせた。最後に1990年代後半からのさまざまな証券不祥事件（瓊民源事件（1996-1997），中科創業事件（1998-2001），銀廣夏事件（1999-2002）など）は，市場における法規執行体制の強化につながった。

また現在，中国の資本市場は2001年12月のWTO加盟を経て，否応なく改革開放の新たな段階に突入しているが，それはすでに間接投資（indirect or portfolio investment），そして続いて直接投資（direct or strategic investment）における開放を含むものとなっている。

中国の資本市場については，非流通株問題，企業会計，企業統治の問題など，多くの異質性が残っており，先進資本主義国との市場比較では注意が必要である。今後，内外の資本の自由な動きを改革の推進力に加えることで，中国資本市場の国際化の進展が期待される。

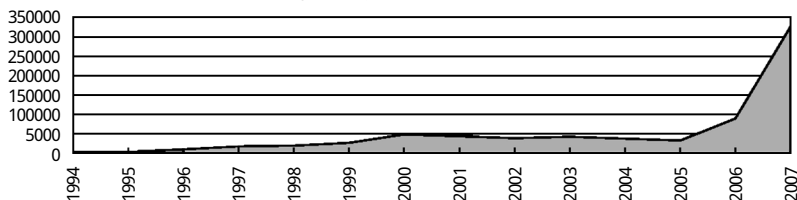
最後にこの研究ノートの付録として，日本（東証一部と二部）と中国（上海と深圳）の上場会社数，時価総額の推移を掲げておく。

図1 中国上場会社数の推移



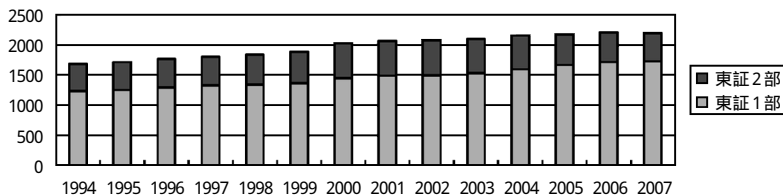
資料：中国証券期貨統計年鑑 2008

図2 中国上場株式時価総額の推移



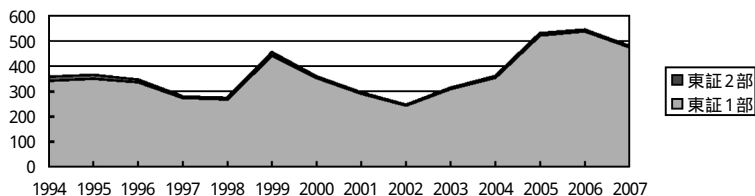
資料：中国証券期貨統計年鑑 2008 単位：億元

図3 東証上場会社数の推移



資料：日本統計年鑑 年末

図4 東証上場株式時価総額の推移



資料：日本統計年鑑 各年 単位：兆円，年末

中国証券監督管理委員会「中国資本市場発展簡要回顧」について

参考文献 References

- 上海市档案馆編『旧上海的証券交易所』上海古籍出版社，1991年8月
- 馬鳴家主編『中国的証券市場』中国財政經濟出版社，1993年4月
- 小林和子『株式会社の世紀』日本經濟評論社，1995年12月
- 郝繼倫『中国股票市場發展分析』中国經濟出版社，2000年4月
- 何清漣『中国 現代化の落とし穴』草思社，2002年12月
- 徐燦聰『入門中国の証券市場』東洋經濟新報社，2003年7月
- 日本証券經濟研究所編集発行『図説アジアの証券市場 2004年版』，2004年1月
- 玉置知巳，山澤光太郎共著『中国の金融はこれからどうなるのか』東洋經濟新報社，2005年10月
- 叶永良，張後富主編『証券投資学』經濟科学出版社，2005年12月
- Ranald C. Michie, *The Global Securities Market A History*, Oxford University Press, 2006
- 張志雄・高田勝巳『中国株式市場の眞実』ダイヤモンド社，2007年5月
- 柯隆『中国の不良債権問題』日本經濟新聞出版社，2007年9月
- 野村総合研究所編『中国証券市場大全』日本經濟新聞出版社，2007年12月
- 黒岩達也「中国証券市場の動向と市場改革の行方」『内外經濟・金融動向』No. 20-1，2008年4月，pp. 1-18 .
- 神宮健「2007年の中国証券市場の回顧と今後の証券市場政策」『季刊中国資本市場研究』Spring 2008, pp. 28-38 .
- 中国証券監督管理委員会『中国資本市場發展報告』中国金融出版社，2008年6月
- 中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑2008』学林出版社，2008年8月
- 大和総研訊『中国証券監督管理委員会 中国資本市場の發展』中央經濟社，2009年2月

( 小稿は成城大学特別研究助成ならびに成城大学經濟研究所研究助成による研究成果の一部である )