

2008年の中国証券市場の回顧と2009年の証券市場政策<sup>1</sup>

神宮 健

## ■ 要 約 ■

1. 2008年の中国の証券市場は、株価の大幅な下落と株価下落への対応に特徴づけられる。株価対策の多くは市場の株式需給に対するもので、大株主による株式買増しや企業による自社株買いへの支持等であった。但し、一連の株価対策のみでは、株価下落に歯止めはかからなかった。
2. 当局が市場対策に注力せざるを得なかったこともあり、新商品の導入等の市場革新（イノベーション）や資本市場の多層化の動きは鈍かった。信用取引、株価指数先物とも導入には至らなかった。
3. 証券会社の業績は2008年に大きく悪化した。証券会社にとって、収益構造の変換による収益安定化は喫緊の課題である。一方、当局は、強い証券会社をより強くし、弱い証券会社は淘汰する方針を堅持している。証券業界は、早晩さらなる再編に向かうと見られる。
4. 上場会社については、多発するインサイダー取引等の違法行為を防止する政策が打たれた。一方、2007年に導入された新会計基準の導入の結果、上場会社の会計報告はより国際基準に近づいた。
5. 債券市場を見ると、2008年は、企業部門の債券市場における資金調達が増加したことが注目される。金融緩和期待、社債発行の本格化と中期手形発行の再開等が背景にある。
6. 2009年の証券市場政策は、市場インフラの整備に加え市場安定を重視している。過去2年間の一方的な上昇・下落相場の経験により市場の未熟さが露呈したことに対する反省であろう。2008年中に問題となった新株発行制度の手直しも課題である。また、証券市場が、中小企業金融の面から景気対策に貢献することも期待されている。そうした中で、先送りになっている新商品・革新の導入についても、時期を見て動きが出てくるものと思われる。

<sup>1</sup> 本稿は、財団法人東京国際研究クラブの許諾を得て、『季刊中国資本市場研究』2009Vol.3-1より転載している。

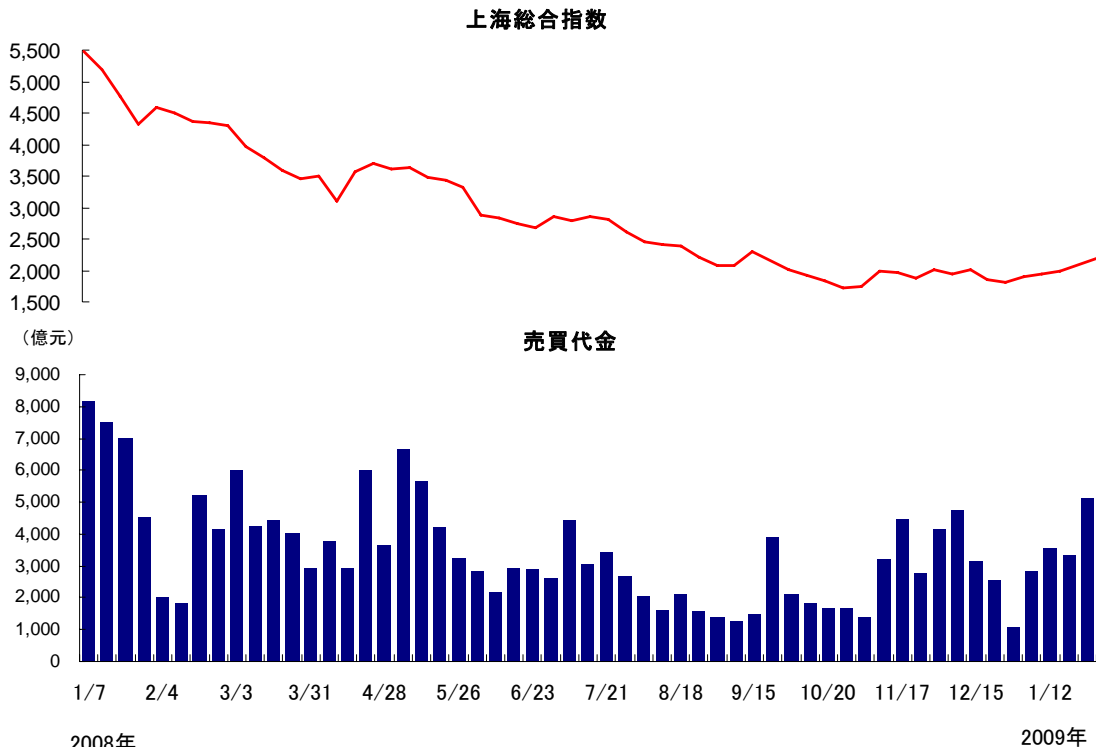
# I 2008年の中国証券市場の概況

## 1. 2008年の証券市場の状況

2008年の中国の証券市場は、株価の大幅な下落とそれへの対応に特徴づけられる。2007年秋に当局が株式市場の行き過ぎに手を打ったのを受けて、株価は下落し始めた。2008年前半はマクロ経済政策が「二つの防止」（「双防」、景気過熱と全面的インフレの防止）の方針の下で金融引締め策を続け、年後半は国際金融危機が深刻化する中で、株価は下落し続けた。こうした中で、当局の証券市場に対する政策は2008年の春以降、株価対策が中心とならざるを得なかった。また、2月の50年ぶりの雪害、5月の四川大地震、8月の北京五輪、第4四半期の急激な景気悪化など、政府が注力しなければならない大きな出来事が相継いだこともあり、資本市場改革の面で、大きな進展は見られなかった。

株価指数（上海総合指数）の動きを振り返ると、2007年末の5,261.56から、2008年11月4日には年間最低値の1706.7まで下落し、その後やや安定し2008年末は1,820.81となった。年間下落率は65.4%である。時価総額を見ると、2007年末は32.71兆元と名目GDP（25.7兆元）を上回ったが、2008年末には12.14兆元、GDP比約40%へ縮小した。一方、2008年の債券市場は、株式市場が低迷し、金融政策が前半の引き締めから秋には緩和に転じる中で、売買金額が増加し、債券価格指数（銀行間価格指数）は2007年12月の1,134.21（月平均）から2008年12月は1,293.91に上昇した（以上、図表1、2）。以

図表1 株価と売買代金（上海取引所、週次）



(注) 売買代金は上海のみ。

(出所) 証監会、CEIC より野村資本市場研究所作成

図表2 証券市場主要統計

	2006年	2007年	2008年
株価指数(上海総合指数)	2,675.47	5,261.56	1,820.81
P/E(上海A株)	33.38	59.24	14.86
時価総額(億元)	89,403.90	327,140.89	121,366.44
うち流通株(億元)	25,003.64	93,064.35	45,213.90
売買代金(億元)	90,468.66	460,556.22	250,250.00
口座数(万)	7,854	13,887	15,198
上場会社の数	1,434	1,550	1,625
A株資金調達額(億元)	2,463.70	7,722.99	3,336.41
うちIPO(億元)	1,572.24	4,590.62	1,036.52
ファンド数	301	346	439
銀行間国債指数	1,153.16	1,134.21	1,293.91

(注) 年末値(売買代金と資金調達額は年間値)。銀行間国債指数は12月の月平均。  
 上海総合指数は、1990年12月19日=100、銀行間国債指数は、2002年6月10日=1,000。  
 (出所) 証監会、Wind 資訊、CEIC より野村資本市場研究所作成

下では、2008年の証券市場の動向について、株価対策、市場改革、市場参加者(証券会社・基金公司、上場会社)、債券市場、対外開放の順に見た上で、2009年の証券市場政策について述べる。

## 2. 株価急落と株価対策

2008年のマクロ経済政策は、当初、「二つの防止」の方針の下で、金融引き締めと中立的な財政政策が採られた。金融政策を見ると、法定準備率は年初の14.5%から連続的に引き上げられ、6月には17.5%にまで達した。2007年10月の当局による「株式市場の局部バブルの全面バブルへの移行阻止」表明、11月の銀行融資の総量規制策に続き、2008年も金融引き締めが続いたことが、株価下落の背景にある。

年初来の株価急落に対して、証券監督管理委員会(以下、証監会)は、既に2月の段階で、証券投資基金(投資信託)の新たなファンドと証券会社の「集合理財」商品<sup>2</sup>の発行を再開し、株価対策に乗り出した。但し、この対策の効果は小さく、4月に株価指数(上海総合指数)は一時3,000を割れ、4月24日に財政部と国家税務総局は、証券取引印紙税を0.3%から0.1%へ引き下げた。

この時期には、株価が下落する中で、政府が株式市場に介入すべきか、つまり株価対策を打つか否かが議論された。実際の政策を振り返ると、中国人民銀行の金融政策は引き締

<sup>2</sup> 証券会社が私募形式で富裕な投資家から資金を集め、投資家と契約を結んだ上で資金管理する商品。2005年より発売されている。

め策を継続しており、政府内でもそれぞれの目標で政策が打たれていたと見られる。

この時点では、売却解禁となる売却制限付株<sup>3</sup>が増えることによって生じた株式市場における供給過剰感が特に注目された。詳しくは後述するが、その後の株価対策の多くは、市場需給対策の色彩が濃いものとなる。

6月に、証監会の尚福林主席は、①需給関係の合理的バランス・資金調達テンポの調節、②売却解禁株の残高統計の公表、③長期資金の市場への導入、④株式市場の安定メカニズムの完備の4方針を発表した。その後、証監会は、8月に「上場会社買収管理弁法」を改訂し、上場会社の大株主による当該会社株式の市中での買増しを容易にした（詳細は後述）。一方、国有資産管理委員会（以下、国資委）は、大部分の国有企業、特に中央国有企業において絶対的な支配株主の地位を維持することから、売却解禁株を大きく売却することはないと表明し、また、中央国有企業による自社株買い入れを支持するとした。

また、2008年半ばには、年後半のインフレ率の低下が予想されていたこともあって、マクロ経済政策の見直しの動きが現れ、政策の重点は「二つの防止」から経済成長維持・インフレ抑制へと変わり、さらには、経済成長維持のみへシフトしていく。9月の国際金融危機の深刻化を受けて、9月15日に人民銀行は利下げを発表し、マクロ政策は180度転換することになった。そして、9月18日には、「三大株価対策」が発表された。この具体的な内容は、①財政部と国家税務局は、証券取引印紙税を、それまでの売方・買方の両方ではなく、売方のみから徴収する（9月19日実施）、②中央匯金は、流通市場から中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行の株式を買い入れる、③国資委は、中央企業がその支配する上場会社の株式を買い入れることを支持し、また、中央国有企業支配の上場会社の自社株購入を支持する、の三点である。

これらの政策に合わせて、証監会は「上場会社の集中競売取引方式による自社株買戻しに関する補充規定」（10月9日）を発表し、上場会社の自社株買いを容易にした。また、「上場会社の株主の他社株転換社債発行の試行規定」（10月17日）や「上場会社の現金配当の若干の規定の改訂に関する決定」（10月9日）も発表された（詳細は後述）。

「三大株価対策」の発表を受けて株式市場は反発したものの、国際金融危機の深刻化を受けて上値は重かった。結局、一連の株価対策にもかかわらず、株価の下落・低迷に歯止めはかからなかったと言える。

そして11月以降、景気の急激な悪化を受けて、大規模な景気刺激策が次々と発表され、株価は年末に向かってようやく安定的に推移した。景気刺激策には、内需拡大策を中心とした総規模4兆元の10措置（11月10日発表）をはじめ、金融による経済発展促進の9措置（12月3日）とそれを受けた「当面の金融による経済発展促進に関する若干の意見（金融30条意見）」（12月8日）、不動産市場の健全な発展を促す措置（12月17日）、流通市場の拡大と個人消費促進等の措置（12月24日）等がある。

<sup>3</sup> 非流通株改革にもなって生じた売却制限付株とIPO・増資の際にロックアップ期間が課されて生じる売却制限株の両方を含む。詳しくは、脚注4を参照。なお、非流通株改革の売却制限付株については、野村資本市場研究所（2007）も参照。

### 3. 具体的な政策

#### 1) 需給対策

市場参加者の間では、前述したように、売却制限付株の売却解禁、特に、非流通株改革で生じた売却制限付株（いわゆる「大非小非」）の売却解禁が市場の需給を悪化させる要因として注目を集めた<sup>4</sup>。ここで、「大非小非」解禁の日程自体については、非流通株改革が多くの上場会社で進んだ2005、6年中に判明していた点には注意を要する。つまり、2007年の株価急上昇期にも、「大非小非」解禁による将来の需給悪化はわかっていたわけで、2008年の株価下落要因として「大非小非」解禁を指摘するには無理がある。この点では、やはり、過剰流動性等の株価バブルを発生させた要因が剥落したことが大きいと見られる。しかし、株価急落により、場合によっては社会不安等が生じる懸念が出る中で、当局も「大非小非」解禁による市場での需給悪化懸念についての対応を迫られたものと思われる。

これらのことを踏まえた上で、当局の、主に需給緩和を目的とした対策について以下にまとめておく。

まず、4月20日に、証監会は「上場会社の売却制限解除株式の譲渡についての指導意見」を発表した。これにより、売却解禁株の株主が今後1ヶ月以内に公開売却する予定の解禁株数が、当該会社の発行済み株数の1%を超える場合、証券取引所の大口取引システムを通じて株式を譲渡しなければならないと規定された。取引所における通常の取引から売却解禁株の大量の売却を遮断する意図がある。但し、この指導意見については、大口取引システムで購買した者が、取引所の普通の取引で転売してしまう場合等が指摘され、その効果には発表当初から疑念が持たれた。

この「指導意見」を受けて、5月に、上海証券取引所が異常取引の監視手引きを発表し、規定違反の解禁株の売却に対する監視を強化し、証監会も証券会社に対して、解禁株の規定違反の売却に加担しないよう責任を求めた。また、7月に、証監会は「大非小非」の売却状況を中国証券登記決算会社のウェブサイトで開示すると発表した。

8月に入ると、証監会は、需給関係の改善や上場会社の自社株購入制度の改善等の実施を記者発表し、8月27日に「上場会社買収管理弁法」を改訂した。これにより、持株比率が一年以上にわたって30%を超える株主が12ヶ月以内に買増しする株数が発行済み株数の2%以内の場合、証監会に対する申請が事後申請になった。大株主に

<sup>4</sup> 売却制限株には、①非流通株改革により従来の非流通株が流通権を獲得した後、一定の期間売却を制限されるために生じたものと、②IPO・増資の際、既存の発行人株がやはり一定の期間（ロックアップ期間）売却を制限されるために生じるものがある。非流通株改革の売却制限付株については、保有株式が発行済株式数の5%未満の非流通株主の売却制限付株（「小非」）は、非流通株改革による流通権獲得後、12ヶ月後に売却が解禁される。一方、保有株式が発行済株式数の5%以上の非流通株主の売却制限付株（「大非」）は、非流通株改革後12ヶ月間は売却できず、その後の売却も、次の12ヶ月以内ならば発行済株式数の5%、24ヶ月以内ならば10%を超えないことと規定されている。24ヶ月を超えると、個別の会社における追加規定のない場合、以前の非流通株はすべて売却可能となる（「全流通」）。詳しくは、野村資本市場研究所（2007）参照。

よる株式の買増しを容易にする措置である。また、9月24、25日には、上海・深圳両取引所が、「上場会社の株主及び特別関係者（株主と同一グループと見なせる者）の株式買増し行為の手引」に修正を加え、株主による株式買増しの制限期間を決算発表前の30日以内から10日以内に短縮すること等を発表した。さらに、10月9日には「上場会社の集中競売取引方式による自社株買戻しに関する補充規定」（10月9日実施）が発表され、上場会社が、取引所において集中競売方式で自社株を購入する際の行政許可が不要になり、株主総会の承認のみで良いことになった。

10月17日には、証監会により「上場会社の株主の他社株転換社債発行の試行規定」（10月17日実施）が発表された。これにより、上場会社の株主は、一定期間内にその保有株式に転換することができる社債を発行できるようになった。大株主が資金調達しなければならない場合、その保有する売却解禁株を市場で売却しなくとも資金調達できるようにする意図がある。

ここで、他社株転換社債の発行人は、上場会社の株主（会社）であり、証監会の通常の監督対象となっている上場会社ではない。そこで、証監会は、他社株転換社債の発行条件として、①発行人の直近期末の純資産が3億元以上で、過去3年間の分配可能利益（年平均）が社債の1年分の利子を下回らないこと、②社債発行金額が、転換予定の上場会社株式の時価の70%を超えないこと、③上場会社の直近期末の純資産が15億元以上、あるいは、直近3年間のROE（加重平均）が6%以上であること等を定めた。規定の発表時点から、発行条件が厳しく実効性を疑問視する向きがあり、実際、2008年に他社株転換社債の発行は無かった。

なお、「上場会社の現金配当の若干の規定の改訂に関する決定」（10月9日）では、増資を行う場合の条件が、「直近3年間における現金あるいは株式による配当の累計の分配可能利益（年平均）に占める割合が20%以上」から「同、累計現金配当の割合が30%以上」へと引上げられ現金配当が強調された。これも、株式投資の魅力を上げる意図であり、市場の安定化措置の一環である。

最後に、売却制限付株と売却解禁株の規模について見ておく。非流通株改革により発生し、未だに解禁されていない売却制限付株は、2008年末時点で3,305.62億株存在する。このうち、持株比率が5%以上の株主が保有する部分（「大非」）が3,012.05億株、5%未満の株主が保有する部分（「小非」）が293.57億株である。一方、既に売却解禁された解禁株は、これまでの累計で1,364.32億株となり、「大非」解禁が累積910.41億株、「小非」解禁が累積453.91億株である。そして、売却が解禁された後、実際に市場で売却された株数を見ると、「大非」が88.18億株（「大非」解禁910.41億株の9.69%）、「小非」が198.91億株（「小非」解禁453.91億株の43.82%）である<sup>5</sup>。このように、実際に市中で売却された解禁株を見ると、株数も解禁株数に対する比率も「小非」が「大非」を上回っており、多くの場合上場会社の株主となっている国有企業の売却が少ないことがわかる。

<sup>5</sup> この段落のデータは、中国証券登記結算公司

一方、今後の解禁株について見ると、IPO・増資により発生した売却制限付株の解禁は、2009年は4,800億株を超え、「大非小非」の2,000億株強を上回ると予想される<sup>6</sup>。なお、2009年のIPO・増資関連の解禁株急増は、中国工商銀行、中国銀行、上港集団、大秦鉄路の4企業によるところが大きい。

このように、市場需給の点から見た場合、IPO・増資関連の解禁株の方が、非流通株改革関連の解禁株よりも影響が大きくなる可能性には注意を要する。

## 2) 発行制度改革

2008年を振り返ると、株式需給の問題と並んで発行制度も注目を集めた。1、2月に、中国平安保険と浦東発展銀行の大型増資計画の発表を受けてA株市場が下落した際、市場からは、新株発行・増資制度に欠陥があるとの批判が出た。これを受けて、証監会は、新株発行の頻度について各方面の意見を聞いてコントロールする一方、発行制度改革を継続し、透明度を高め、発行コントロールのメカニズムを強化すると表明した。

また、2008年は、上場後に株価がIPO価格を下回るケースが続発し、保証推薦人制度（スポンサー制度）の機能についても疑問が投げかけられた。保証推薦人の試験が難しく、保証推薦人の数が相対的に不足する中で、保証推薦人が、担当企業をよく精査せずに、推薦書類にサインするだけの場合があるという問題が従来から指摘されてきた。そこで、証監会は、10月17日に「証券発行上場の保証推薦業務の管理弁法」（12月1日実施）を発表し、保証推薦人の調査活動を記録した日誌を要求する等、保証推薦人の業務規定を強化した。また、証券会社が保証推薦資格を得るための条件である保証推薦代表人資格を持つ従業員の数が、従来の最低2名から最低4名へ引き上げられた。

## 4. 進展が遅れた「革新」と資本市場の「多層化」

2008年は、当局が市場対策に注力せざるを得なかったこともあり、新商品の導入等の市場革新（イノベーション）や資本市場の多層化の面では比較的動きの鈍い一年となった。

第一に、信用取引は、ほぼ導入に近い段階まで進展したものの開始までには至らなかった。2006年に「証券会社の信用取引試行管理弁法」等が発表され、基本的に準備が整ってから2年以上が経過した2008年10月5日、証監会は、近く証券会社信用取引業務の試行を始める旨を発表した。証監会は、信用取引を試行できる証券会社の条件・標準、認可標準・手続き、審査受理・認可・評価制度をさらに明確にする通知を発表する予定で、上海・深圳両取引所も信用取引の対象となる証券の範囲を交付する予定であるとした。また、証監会は、証券会社に対して、信用取引を行える顧客の条件や保証金の比率等を適切に引上げることで業務リスクを防止することを求めた。但し、2009年1月現在、証監会は、

<sup>6</sup> この段落のデータは、Wind 資料より概算した。

関連通知を公表しておらず、最終的な準備の段階が続いている模様である。

第二に、株価指数先物を見ると、2006年より上海深圳300指数による模擬取引が始まり、2007年中には「先物取引管理条例」等の法律が出揃い、また、証券会社も先物会社に資本参加するなど準備を進めていたことから、2008年の早い時期での導入が予想されていたものの、市場が大きく崩れる中で結局、導入には至らなかった。2008年の動きとしては、証監会が4月に「証券先物監督管理情報公開弁法（試行）」（5月1日実施）を公表し、当局が公開する監督管理情報の範囲等を規定したことがある。

第三に、資本市場の多層化の面では、創業板（新興市場）の導入が長らく待たれている。3月21日に証監会は「創業板IPO上場管理弁法」の草稿を発表した。これによれば、創業板上場する会社の条件は、①設立後、営業期間が3年以上の株式会社であること、②直近2年間の累計純利益が1,000万元以上であり、利益が増加し続けているか、直近1年間の純利益と営業収入がそれぞれ500万元以上、5,000万元以上で、且つ直近2年間の営業収入増加率が30%以上であること、③発行前の純資産が2,000万元以上であること、④直前期末に補填されていない損失がないこと、⑤発行後の資本金が3,000万元以上であること等である。草稿は発表されたものの、株価が下落し続ける中で、創業板の導入も実現していない。しかし、2008年秋以降、経済状況が悪化し、特に中小企業の資金調達難の解決が望まれている中で、証監会の創業板についての発言も、従来の「適時に導入する」から、（状況に応じて）「随時導入する」に変化してきており、2009年の早い時期での導入へ期待が高まっている<sup>7</sup>。

一方、店頭市場の新三板は、取引システムの改革（電子化、深圳取引所との口座統一等）や新三板とメインボード・創業板間の「绿色通道」の導入を進めている。「绿色通道」とは、新三板で取引されている会社がメインボードや創業板上場の条件を備えた場合、再度、株式発行審査委員会の審査を受けずに、直接、メインボードや創業板上場を申請できる制度である。また、2009年には、現在、北京中関村にある新三板を、試験的に全国範囲に拡大する予定がある。

## Ⅱ 証券会社・基金会社

### 1. 証券会社

証券会社を見ると、2007年の証券会社の業績は好調であったが、株式市場の大幅下落を受けて2008年の業績は悪化した。2009年3月末時点で、2007、8両年の業績が比較可能な55社の状況を見ると、2008年の純利益（55社合計）は315億元と前年比66.8%の減

<sup>7</sup> 2009年3月31日に、「株式新規公開発行・創業板上場管理暫定弁法」（5月1日実施）が発表され創業板市場が深圳取引所に設立されることになった。



益となっている<sup>8</sup>。業界全体の収益構造を見ると、ブローカレッジ、トレーディング業務の割合が大きいことから<sup>9</sup>、株式相場下落の影響が大きく現れたと見られる。

このため、各証券会社にとって、収益構造の変換・多様化により、収益を安定化させることが喫緊の課題となっている。具体的には、既存業務の拡大に加えて、新たな業務の導入が考えられる。この点について証監会は、強い会社をより強くする一方で弱い会社を淘汰していく従来の方針を維持している。以下に見るように、2008年に発表された政策は、さらなる証券会社の再編を促し、リスクのある証券会社を退出させる措置を完備し、証券会社の分類管理をさらに細分化するものである。

第一に、「証券会社監督管理条例」（2008年6月1日実施）は、顧客資産の保護、簿外取引の防止、企業統治構造の改善、管理職の監督管理制度、証券会社の各業務規定とリスクコントロール、監督管理機関と監督管理施策の改善等を含んでいる。同条例では、第26条「2社以上の証券会社が、同一の組織・個人に支配されているか、或いは、相互の間に支配関係が存在している場合、同じ証券業務を行ってはならない。但し、国务院証券監督管理機関が別途規定する場合は除く。（一部略）」が特に注目されている。第26条は、同一グループ内の証券会社間での関連取引や競争の回避を意図している。

現在、中国の証券業界内では、整理再編を経て、いくつかのグループが形成されてきている。ここで、グループ内で同じ証券業務（例えば、ブローカレッジ業務）を行っている証券会社が複数ある場合は、上の条文の対象となる。今後、規則に合うように何らかの形でグループ内を整理していかねばならず、グループ内で、場合によってはグループの枠を越えて会社再編・業務整理が進むと予想されている。この規定をきっかけに、証券会社数が現在の100社強から数十減少するとの見方もある。これは、強い会社をより強くし、弱い会社を淘汰する当局の方針に他ならない。

第二に、「証券会社リスク処置条例」（2008年4月23日実施）は、証券会社のリスクに対する政策・措置等を規範・制度化する一方、証券会社のリスク防止のために証券会社の市場からの退出メカニズムを作り、投資家を保護する条例である。経営リスクのある証券会社に対する具体的な措置（リスク処置）として、営業停止、託管・接管、行政的再編、業務免許取り消しが挙げられている<sup>10</sup>。

また、証券会社の経営リスクの基準には、リスクコントロール指標が使用される。これは、「証券会社リスクコントロール指標管理弁法」（2008年6月改訂）によって定められており、基本的には、「純資本」（純資産から資産・負債にリスク掛け目を乗じたリスク調整額を差し引いたもの）が重要となる。証券業務を行うために最低限必要な純資本額が定められている他、各業務の規模も純資本額によって制限される。

具体的には、証券会社は、「リスク資本準備」を計算する必要がある、リスク資本準備に対して十分な純資本が確保されるよう、純資本はリスク資本準備よりも大きくなければ

<sup>8</sup> Wind 資料より試算した。

<sup>9</sup> 詳しくは神宮（2008）参照

<sup>10</sup> 詳しくは神宮（2008）参照

ならないと定められている。リスク準備資本の計算の際も、証券会社の5分類（A～D、及びE。E類は整理対象）<sup>11</sup>によってリスク掛け目が異なり、優良証券会社であるA類の方が、同じ業務・商品でもリスク掛け目が小さくなる。つまり、証券会社は、ランクが低いほど業務規模を縮小せざるを得なくなる。

第三に、「証券会社の営業網のさらなる規範化に関する規定」（2008年5月16日公布・実施）も、営業所の設立許可基準について証券会社の分類管理を採用している。例えば、証券会社が全国範囲で営業所を設立する場合は、B類以上であることといった条件があり、優良証券会社ほど拡大しやすい仕組みになっている。

そして、新規業務の導入においても、優良証券会社から優先的に導入が認められている。証券会社が自己資金でベンチャー企業等の株式に投資する「直投」業務を見ると、2008年末時点で、中国国際金融公司、中信（以上、2007年認可）、華泰、国信、海通、平安、国泰君安、光大、中銀国際の9証券会社に直投業務が認められている。信用取引や、今後導入が予想される株価指数先物においても、やはり優良な証券会社が優先され、優良証券会社の利益機会が他の証券会社よりも先に拡大すると予想される。

証券業界の対外開放を見ると、2008年に外資系合弁会社設立が再開し、2008年中に1社、2009年に入り1社が設立されている。2009年3月現在の合弁証券会社数は8社である。また、2008年中には、既存の外資系合弁証券会社（1社）に対しても制限付きながらA株のブローカレッジ業務が認められた。

足元で業績悪化に苦しむ証券業界は、早晚、さらなる再編に向かうと見られる。強い証券会社をより強くし、集団化を進める当局の方針が貫かれる中で、今後、いくつかのグループを中心に、一部は外資系証券会社も加わる形で業界再編の動きが見られよう。

## 2. 基金公司

2008年の証券投資基金（投資信託）の状況を見ると、株価の大幅下落を受けて純資産規模は2007年末の3.28兆元から2008年末は1.95兆元へ縮小した。一方、投信の発売は、2007年の58のファンドに対して、2008年は103ファンドと増加した。但し、募集口数を見ると、2007年の約5,815億口に対して2008年は約2,011億口に減少した。

2008年に発売された投信の内訳は、株式型が45ファンド、バランス型19、債券型36、元本保証型3となっている。この結果、2008年末時点のファンド総数は444となり、内訳は株式型210、バランス型126、債券型61、マネーマーケット型40、元本保証型7となった<sup>12</sup>。債券市場の好調を受けて、債券型ファンドが増加したことがわかる。2008年の債券型ファンドの募集口数は1,212億口に上り、全体の約6割に達した。

基金業界では、株価が下落する中で、ファンドマネジャーの若年化、業績評価の短期化、人材の過度な流動といった問題が顕著になってきた。こうした中で、2008年には基金会

<sup>11</sup> 野村資本市場研究所（2007）参照

<sup>12</sup> この段落のデータはWind資訊による。

社が自己資金を自社のファンドに投入し、信頼の回復に努める動きもあった。

新業務については、2007年11月に証監会が発表した「基金管理会社の特定顧客資産管理業務の試行弁法」が2008年1月に発効し、基金会社が、いわゆる「専用口座資産運用業務」<sup>13</sup>を行えるようになった。4月には、単一顧客向け業務が開始され、30社余りが資格を得ているが<sup>14</sup>、その後の株式相場下落を受けて業務は低迷している模様である<sup>15</sup>。

監督管理面を見ると、証監会は、4月に「老鼠倉」（ファンドマネジャーのフロント・ランニング行為）に対する処罰を下した。違法に得た所得の没収や罰金（一人50万元）に加えて、市場からの永久追放の措置が採られた。また、証監会は、こうした違法行為について刑法による処罰を与えられるよう提言している。

対外開放について見ると、証監会は、4月に「証券投資基金管理会社の香港における機構設立に関する規定」を発表し、中国内地の基金管理会社の香港進出に関する条件等を定めた。海外先進市場における経験の蓄積が目的である。これを受けて、7月に南方基金が合弁形式での香港支店設立を発表した。

### Ⅲ 上場会社

中国の証券市場において、上場会社の質の向上は長年の課題になっている。ここでは、上場会社の違法行為とそれに対する当局の対応、上場会社の企業統治、会計制度の運用について見ることにする。

#### 1. 監督・法制度の整備

2008年の上場会社に関する問題に、上場会社の資産再編（後述）に関連したインサイダー取引や株価操作等の違法行為の増加がある。実際、2008年前半に証監会が訴追した78件の違法行為の内訳を見ると、インサイダー取引・価格操作が31件と最多で、次に非合法的な証券業務経営が23件、情報開示違反が14件等となっている。ここでは、主に、インサイダー取引を中心に、違法行為に対する当局の監督管理の強化と法整備の状況を見ることにする。

2008年4月、証監会は「上場会社の重大資産再編管理弁法」（5月18日実施）を発表した。ここで、重大な資産再編とは、①上場会社及びその支配する会社が、日常の経営活動以外に購入・売却する資産、あるいはその他の方式による資産取引が、規定の比率に達し<sup>16</sup>、上場会社の本業・資産・収入に重大な変化を及ぼす場合、②上場会社が株式を発行

<sup>13</sup> 特定の一顧客または特定の多数の顧客に対して、顧客の投資目的、リスク試行等に合わせて行う特定の資産管理業務。単一顧客の場合の専用口座は最低5,000万元からである。

<sup>14</sup> 各種報道による。

<sup>15</sup> なお、2009年2月に、多数顧客向け業務についての通知（草稿）も発表された。

<sup>16</sup> 例えば、直近の会計年度末の連結ベースの資産の50%、直近の会計年度の営業収入の50%等。

し資産を購入する場合とされている。

同弁法は、上場会社の重大資産再編についての構成要件、基本原則、関係者の義務と職責、実施手続き、情報開示等について規定している。また、重大資産再編の情報に関する管理についても規定しており、資産再編の情報を利用したインサイダー取引や価格操作を強く禁止している。さらに、情報開示の責任者は、株価に影響を与える情報については、すべての株主に公平に開示しなければならない、株価への影響が大きい情報については、証券取引所に売買停止を申請し開示しなければならない。

また、同弁法は、重大資産再編において関連取引の有無・影響について調査し、意見を表明する仲介機関の機能を重視しており、6月には「上場会社のM&A・再編の財務顧問業務管理弁法」（8月4日実施）も発表された。証券会社や投資コンサルティング会社等が上場会社のM&A・再編・自社株買い等についての財務顧問業務に従事する際の資格条件が規定され、資格許可による業務管理が実行されることになった。そして、上場会社のM&A・再編は、財務顧問の監督・指導の下で行われることになった。

5月には、証券・先物業界の違法行為に対して、最高人民検察院（最高裁に相当）と公安部（警察庁に相当）が連名で「経済犯罪案件の訴追標準に関する補充規定」を発表した。これにより、5分野の証券・先物犯罪（違法な情報開示、背信・利益損害、インサイダー取引、証券・先物価格操作、受託財産運用における背信）について、金額・規模等による訴追基準が規定された。例えば、情報開示違反では9基準があり、株主・債権者等に対する経済損失が累計50万元以上である場合や資産の過大（過小）評価額が資産総額の30%以上である場合等が訴追の対象となる。インサイダー取引では、証券取引額が累計50万元以上、獲得利益（あるいは損失回避）が累計15万元以上の場合等、5基準が設けられている。

「上場会社の重大資産再編管理弁法」の実施を受けて、証監会上場部は、上場会社のM&A・資産再編業務に関する制度構築をさらに進めた。インサイダー取引と価格操作への対応・防止メカニズム等が含まれる。具体的には、上海・深圳両市場に対して、上場会社の資産再編関連の情報開示と株価の動向をリアルタイムで監督管理し、資産リストラ前に、株価に異常な動きがある場合、その状況を開示するほか、関連する取引を検査し結果を証監会上場部へ報告することを求めている。また、証監会は11月に「上場会社の現場検査弁法」の草稿を発表し、現場検査の重点を企業統治と情報開示に置くことを再度確認している。

企業統治の面を見ると、6月に証監会が、上場会社の企業統治に関する会議を開催し、上場会社に企業統治のさらなる健全化を求めた。具体的には、①内部統制制度の健全化、問責メカニズムの整備、関連取引の規範化、大株主による上場会社の資金占用等に対する防止メカニズムの構築（資金を占有している大株主の保有株式に対する凍結メカニズムの取締役会による実行等）、②情報開示制度の整備、内部取引や株価操作行為の減少、③「企業統治改善報告」における企業統治改善案の11月30日までの実行、等である。上場会社は、2007年に証監会から、自社の企業統治上の問題点の改善案を示した「企業統治

改善報告」の公表を求められていた。そして、証監会は、11月30日以降も企業統治上の問題が存在する上場会社についてはストックオプションや増資の申請を受理しないとした。

## 2. 会計制度

中国の上場会社の質の問題に関しては、会計の信頼性が不足する点も長らく指摘されてきた。このため、中国の会計基準を国際会計基準に近づけ、会計操作の余地を減らす意図で、2007年1月に新会計・監査基準が導入された<sup>17</sup>。ここでは、新会計基準の実施状況について、会計の主管部門である財政部会計司が発表した「我が国の上場会社の2007年における新会計基準の執行状況に関する分析報告」（2008年7月発表、以下分析報告）に基づいて見てみることにする。

分析報告は、2008年4月30日までに、2007年の年次会計報告を発表した1,570社について分析している。第一に、分析報告は、中国の会計報告が、国際的に通用している香港の会計報告とほぼ同様になったとしている。具体的には、A株とH株を両方とも発行している上場会社53社の純利益（合計）が、香港基準では6,488.51億元、新基準では6,198.08億元であり、その差が290.43億元に過ぎず、純資産も香港基準で39,335.31億元、新基準で38,248.58億元と、差は1,086.73億元である。また、6社の純利益が新基準と香港基準で完全に一致し、純資産については10社が完全に一致している。さらに、新基準と香港基準の年次報告の差の大きい2社を除くと、純利益の差は65.45億元に、純資産の差は121.09億元に縮小する。こうしたことから、分析報告は、A株市場での新基準に基づく年次報告と香港H株市場での年次報告の間における差異が基本的に無くなったとしている。

第二に、分析報告は、38基準から成る新会計基準への移行は概ね順調と評価している。新基準によるプラス効果としては、子会社株式への長期投資の評価法を持分法から原価法に変更したことで、親子会社間での利益操作の問題が解決されたこと、資産減損の戻し入れが認められなくなったことから利益操作の余地が減ったこと等を挙げている。

実際、新基準が国際基準に近づいたことから、2007年12月に、中国会計基準委員会と香港会計士公会の間で、新基準と香港基準が等しく有効であるとの声明が出された。こうした動きは、中国企業が国際化する上でプラスに働こう。

一方、分析報告は、問題として、①少数の会社で財務諸表の書式が守られておらず、重大取引等の情報開示が不十分である、②一部の会社では公正価値の決定が恣意的で、同じ取引について公正価値の決定方法が異なっている、③減価償却の計算の際の固定資産の残存期間・価値が恣意的に決定されている、④依然として、関連会社による債務免除や債務再編による利益の黒字化、親会社による多額の資産贈与等の会計操作が見られるといった点を指摘している。会計操作は、ごく一部の経営状況の悪い会社で、上場廃止（3年連続赤字の場合など）を回避するために行われたと見られている。

<sup>17</sup> 新基準については、野村資本市場研究所（2007）参照。

## IV 債券市場

株式市場の低迷に対して、2008年の債券市場は好調であった。銀行間国債価格指数は、2007年末の1,134.21から2008年末は1,293.91に上昇した。発行額を見ると、国債が7,246億元と2007年の2兆1,883億元から減少しているが、2007年は1兆5,500億元の特別国債発行（中国投資公司設立の際の外貨準備買取りに使用）の特殊要因がある。金融債は、1兆1,783億元と2007年の1兆1,904億元からほぼ横ばいであった。金融政策運営（公開市場操作）で使用される中央銀行手形は、4兆2,960億元（2007年4兆721億元）発行された（図表3）。

2008年は、企業部門の債券市場における資金調達が増加したことが注目される。企業債発行額は2,367億元と2007年の1,720億元から約38%増加した。2007年に導入された社債の2008年の発行額は288億元に上り、短期融資券（CP）の発行額も4,332億元と2007年の3,349億元から約29%増加した。後述する中期手形（MTN）の発行額は1,737億元となった。ちなみに、2008年のA株IPOによる資金調達は、1,036.52億元であり、債券による資金調達が株式による調達を上回った。

社債について見ると、2008年12月末時点で21社、計1,030億元が証監会の認可を既に受けて発行待ちの状況にあり、さらに、株主大会・取締役会で発行決定済みの社債も43社、621億元に上る。両者を合計すると、2008年の社債の年間発行額288億元の6倍弱になる。また、上場会社の分離型の転換社債の発行も盛んで、2008年の発行額は696億元（12社）に上った。

中期手形（MTN）は、中国人民銀行が4月に「銀行間債券市場における非金融企業の債務による資金調達手段の管理弁法」（4月15日実施）を発表したことを受けて、12年ぶりに発行が再開された。金融機関以外の企業の直接金融の道を広げる意図がある。発行額は、既に見たように9ヵ月間で1,737億元に上った。主に、大企業が発行している。

企業部門の債券発行が増加した背景には、①株式市場が低迷する一方、2008年半ばか

図表3 債券発行額

	(億元)	
	2007年	2008年
国債	21,883.16	7,246.39
金融債	11,904.60	11,783.30
うち政策性銀行債	10,931.90	10,809.30
中央銀行手形	40,721.28	42,960.00
企業債	1,719.86	2,366.90
社債	112.00	288.00
短期融資券(CP)	3,349.10	4,331.50
中期手形	0.00	1,737.00
転換社債	106.48	77.20
分離型転換社債	125.80	695.85

(出所) 中国債券信息网、Wind 資訊（転換社債、分離型転換社債）  
より野村資本市場研究所作成

ら金融緩和期待が生じ、その後、実際に金利が低下したこと、②2007年に社債の発行弁法（試行）が発表され社債の発行が正式に始まり、さらに2008年には中期手形の発行が再開したこと、③担保に関して、銀行保証以外に資産担保等の方法が使用されるようになったこと<sup>18</sup>や無担保の中期手形が発行されるようになったこと、④企業債・社債のリターンが比較的高く、機関投資家に加えて個人投資家の需要も強かったこと等がある。

債券市場の制度改革の点では、12月に国務院が、上場商業銀行を証券取引所の債券市場に参加させる方向を示した。債券市場の分断状況は長らく問題視されてきたもので、国務院の意見は、銀行間債券市場と取引所債券市場の統一に向けた一歩として注目される<sup>19</sup>。

## V 対外開放

まず、証券業の開放について見ると、2007年末の第3回米中戦略経済対話により、中国は、証券会社の外資の出資比率の規制緩和について、2008年6月までに結論を出すことになっていた。その後、2008年6月の第4回米中戦略経済対話で、中国は、2月末までに、証券・先物・基金管理会社への外資の出資についての評価を全面的に行い、その結果に基づいて外資の出資比率について政策提言を行うということになった。但し、2009年3月現在でも、結論は持ち越されたままになっている。背景には、国際金融危機の深刻化等から、急激な市場開放に対して当局が警戒感を持っていることが考えられる。

この他に、第4回対話で、中国は、①外国金融機関（非預金受入型機関）の消費者金融業務を試行地域で認めること、②保険会社、政府・金融当局、投信、年金、慈善・寄付基金等のQFIIの元本部分のロックアップ期間を3ヵ月に引き下げることと同意した。また、③条件を満たす外国企業が、証券取引所において、株式或いは預託証券を発行し上場することと④条件を満たす外国銀行が人民元建ての劣後債を発行することを将来許可するとした。③と④は、2007年のH株のA株回帰に始まる中国の証券市場の国際化の動きに沿ったものであり、今後の動きが注目される。

2008年12月の第5回米中戦略経済対話で、中国政府は、在中国の外資系銀行に国内銀行と同等の待遇を与え、外資系銀行が銀行間市場で債券の自己及び委託取引を行うことを認めた。また、米国側は、①ソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）の投資受け入れについてのOECD（経済協力開発機構）の開放・無差別原則を承諾し、②中国の銀行・証券会社・基金管理会社の申請について、米国・その他外国の金融機関に適用される基準と同等の統一した監督管理基準を適用し、③中国の金融機関による申請の審査処理を速め、④対米外国投資委員会が、全ての外国投資を公平に取り扱うことを再確認した。

次に、QDII、QFIIについて見ると、2008年は新たに5社のQDIIが認可された。QDIIの

<sup>18</sup> 2007年に、銀行の企業債への保証業務は、銀行業監督管理委員会により停止された。

<sup>19</sup> 2009年1月19日に証監会と銀行業監督管理委員会の連名で「上場商業銀行の証券取引所における債券取引の試行に関する問題の通知」が発表され、上場商業銀行の取引所における債券取引への道が開かれた。

累計認可額<sup>20</sup>は、計 645.0 億ドルとなっている。世界的な株価の下落を受けて、2008 年の QDII の収益は悪化した。2008 年 12 月時点で、データ入手可能な 10 ファンドはすべて損失を出しており、そのうち、2007 年に作られた 4 ファンドの純資産は、2008 年に約 50%減少（単純平均）した<sup>21</sup>。一方、QFII は、当局の株価対策もあって、認可のスピードが上昇し、2008 年中に 24 社（28.6 億ドル）が認可された。これにより QFII は合計 76 社、累計認可額は 128.6 億ドルとなった。

## VI 2009 年の政策展望と課題

最後に、2009 年の資本市場の政策について展望する。2009 年に入り、証監会は 2008 年の資本市場改革と監督管理について総括した上で、2009 年の目標について定めた<sup>22</sup>。

尚福林証監会主席による 2009 年の政策の重点は、①継続的な資本市場のインフラ整備による安定的な市場の促進、②中央経済工作会議の主旨と金融 30 条意見の徹底的な実行、③市場の革新の推進と秩序ある対外開放の拡大、④先物市場の着実な発展、⑤世論対策と市場の安全の確保、⑥法制インフラ整備と違法行為の厳正な処罰、⑦日常の監督管理の強化・改善と行政効率の引上げ、⑧監督管理部隊の構築強化と監督管理執行力の引上げ、の 8 つである（図表 4）。

第一の特徴は、従来からの市場インフラの整備に加え、市場安定が重視されていることである。過去 2 年間の、一方的な過熱相場と下落相場を通して、市場の未熟さが露呈したことに対する反省であろう。長期投資の推進が掲げられていることから、機関投資家のさらなる育成に力が注がれると見られる。また、現金配当や自社株買戻し、大口取引、さらに、③に含まれている発行制度の見直しも、市場安定化と関連している。

市場の需給に関しては、非流通株改革が事実上終了していることから、非流通株改革関連の売却制限株が新たに多く生じることはないが、IPO・増資関連の売却制限株は今後も発生し続けることになる。特に、現行の発行方式の下では、これまで、IPO の際に、比較的高い価格で新株が発行される一方で、コストの低い売却制限株（発行人株）が生まれてきたため、以前の非流通株問題と似た問題が生じていると指摘する向きもあり、IPO の頻度、価格決定等を含め新株発行制度の手直しが今後の課題として残っている。

第二に、景気刺激策との関係が重視されている。2008 年後半から国際金融危機が深刻化し、マクロ経済状況の悪化が予想される中での重点設定となったため、創業板の導入、社債市場の発展、中小企業のサポート等は、資金調達的面から景気浮揚策に寄与する項目として重点に含まれている。

第三に、世論を適切に導くことがある。2008 年の重点政策では、2007 年の過熱相場を受けて経験の少ない多数の個人投資家が株式市場に参加していたために、投資家教育が重

<sup>20</sup> QDII は 2006 年導入、QFII は 2002 年導入。

<sup>21</sup> Wind 資訊

<sup>22</sup> 上海証券報道 2009 年 1 月 15 日



図表4 2009年の証監会による証券市場政策の重点

<p>①継続的な資本市場のインフラ整備による安定的な市場の促進          長期資金源の拡大と各種の長期資金の株式市場への投資を奨励する政策の研究          上場会社の現金配当と自社株買いなどの措置の完備による投資価値の引き上げ          大口取引制度のさらなる完備による市場の需給関係の改善          リスクの監督・予測・防止・コントロールの強化とシステム・リスクの有効な防止</p>
<p>②中央経済工作会議の主旨と「金融30条」の徹底的な実行と国民経済発展への貢献          上場会社のM&amp;A・再編の積極的な推進による産業構造調整・産業高度化の促進          創業板を開設し創新型国家建設の戦略へ寄与          社債市場の発展と投資・資金調達構造の最適化          中小企業のサポート強化と中小企業の資金調達難の緩和</p>
<p>③市場の革新の推進と秩序ある対外開放の拡大          発行制度改革の推進、株価形成と引受けメカニズムの完備          「適格投資家」制度設立の研究          株式代行売買システムの更なる完備、多層的市場の探求          信用取引業務の試行          国際金融危機の追跡監視・調査と対応</p>
<p>④先物市場の着実な発展          新商品の増加、株価指数先物の実施前の準備、鋼材・粳米先物の導入          市場インフラ構築の強化、市場動向監視システムの構築          農産物先物市場の強化、既存の先物商品の精緻化          純資本監督の強化、先物会社の分類監督管理の開始</p>
<p>⑤世論対策と市場の安全の確保          政府部門間の協力メカニズムの完備、情報セキュリティに対する監督管理の強化、情報セキュリティと業務監督管理の結びつけ          ニュースや世論の方向づけの強化、重要施策の権威ある方法での公表、各管轄区の世論対策の責任制の実行          上場会社・証券先物経営機関のメディアの質問に対する適時の返答、虚偽情報の修正の奨励          不良な情報についての政府部門間の協調処置メカニズムの整備、証券先物情報の伝達秩序のさらなる規範化</p>
<p>⑥法制インフラ整備と違法行為の厳正な処罰          「上場会社監督管理条例」等の行政法規の成立の推進          証監会証券先物違法検挙報告システムの始動、行政処罰メカニズムの完備、案件の処置と周知強化          証券先物の違法行為記録システムの維持と利用          違法証券活動取締りの長期的に有効なメカニズムの完備</p>
<p>⑦日常の監督管理の強化・改善と行政効率の引上げ          「証券先物市場統計管理弁法」の実施、データ統計分析の実行          仲介機関責任の実行、会計士事務所に対する現場検査の展開          上場会社・証券先物経営機関等の情報開示に対する監督管理の強化          上場会社の企業統治の深化、証券会社に対する通常監督管理の推進、基金会社の監督管理の強化</p>
<p>⑧監督管理部隊の構築強化と監督管理執行力引上げ</p>

(出所) 各種報道より野村資本市場研究所作成

点政策とされた。しかし、実際には、2008年中、内部情報の漏洩や噂によって相場に少なからぬ影響が出た。このため、2009年は上場会社や証券会社が情報の取り扱いに注意する一方、間違った報道を修正することも求めている。

第四に、2008年に引き続き、新商品・革新と先物市場の発展が2009年の政策重点と

なっている。革新では、現在、最後の詰めに入っている信用取引に加えて、株価指数先物の導入前の準備がある。一方、金融デリバティブ商品の発展は、2009年の重点政策からは削除されている。国際金融危機の影響と思われる。また、法制度の整備と監督管理の強化も2008年に続いて重点政策となっている。

このように、2009年の重点政策を見ると、2008年に続いて市場の安定化を重視する一方、景気対策の一環も担う設定になっている。この中で、2008年中は株価下落のために先送りになった新商品・革新の導入についても、時期を見て動きが出るものと思われる。

#### <参考文献>

- ❖ 野村資本市場研究所『中国証券市場大全』、日本経済新聞出版社、2007年12月
- ❖ 神宮健「さらなる再編に向けて動く中国証券業界」、『資本市場クォーターリー』2008年秋号