

# 加速する 中国の 証券市場改革

## Dialogue

1990年に設立された上海証券取引所は、いまや時価総額で世界第7位(2012年9月末現在。世界取引所連盟の資料より)の規模だ。しかし、中国証券市場の改革は途上にあり、情報開示をはじめとして課題が多く残されている。それは一方で、今後改革が進めば、更に成長が加速されることを予想させるものでもある。現在、どのような改革が進んでいるのか。今後、どのような改革を進めようとしているのか。上海証券取引所の発展を牽引し、今春まで副総裁を務めていた周氏に語っていただいた。

### 上海証券取引所とNRI

**楠：**足元で日中関係が険悪な中、周先生のような重要人物が来日されるというのはなかなか厳しい雰囲気もあったと思います。私どものために日本をご訪問いただいたことを大変感謝しております。

**周：**きょうは、皆さんと交流の機会を持って、本当に嬉しいです。

私は、今の状態はあくまでも一時的なもので、よ

顧問  
上海証券取引所研究中心  
**周勤業氏**



### 特別企画

## 金融×IT 鼎談

い方向に向かうと思っています。現在の状況はあまり良くありませんが、こうした時だからこそ民間の交流を高める必要があると考えています。

40年前、われわれの先輩達が成し遂げたように、良好な関係を構築して、両国が発展すると信じています。中国の資本市場の発展にあたって、中国は日本が経験したいろいろなことを教えてもらいました。中国と日本は「一衣帯水」の関係にあるので、私も両国の友好に向けて全力を尽くしたいです。

**楠：**ありがとうございます。私も全く同感です。

が今後も続くと考えています。

**楠**：私が上海に周先生を訪問した際、取引所のビルが新しく変わる節目に立ち合えたこともまた、非常によかったと思っています。NRIから若い研修生を送って、次の世代に向けて交流を広げていきたいと思っておりますので、引き続きお付き合いいただきたいと思っております。

**周**：上海証券取引所は、設立から22年が経過し、比較的大きな進歩を遂げたと言えます。上海証券取引所のシステム構築、国際化、情報開示、企業統治（ガバナンス）などの面で、NRIに貴重な支援をいただけてきました。

**楠**：周先生は、中国の資本市場及び上海証券取引所の第1世代として飛躍的な発展を支えてこられました。その経験の中でNRIが多少なりともお役に立つことができたのであれば大変うれしく思います。

中国の取引所の発展のスピードには目を見張るものがあります。

**周**：上海と深圳の取引所には、当初は上場銘柄が13しかありませんでしたが、今は2,500近くあります。時価総額は21兆人民元の規模になっています。上海と深圳の売買代金を足しあわせると、1日あたり1,300億人民元以上となっています。毎年200社以上のIPOがあり、5,000億人民元以上の資金を調達しています。かなりのスピードで発展していますが、計画経済の基礎の上に発展した資本市場であり、まだまだ転換中の新興市場といえます。

## 中国の発行市場改革

**楠**：将来の発展に向けた展望をいくつかご紹介いただけますか。

**周**：まずは、新株発行についてお話ししたいと思います。

今、中国の市場は投資家から見るとリスクが高く、特にIPOの際、発行価格割れの現象が発生しています。現在の問題は発行市場と流通市場の関係が断たれていることです。例えば、去年は222社の

## 楠 真

株式会社野村総合研究所  
常務執行役員

## 神宮 健

NRI北京  
金融システム研究部長

周先生とNRIは、かなり長いお付き合いになります。

**周**：私は、94年に上海証券取引所に入社しました。初めての海外出張先がNRIでした。その後、NRIから上海証券取引所に研修にこられたり、1996年には上海証券取引所とNRIの共同で国際検討会を開いたりして、交流が持たれました。この2年間は交流が活発化して、研修生の受け入れなどを再開しています。今年に入り、楠さんにも訪問していただきました。上海証券取引所とNRIの協力関係

IPOがあり、平均発行PERは40倍、発行当日の売買回転率は68%で、77社が発行当日に発行価格を下回りました。ですから、まずは新株発行制度改革を推進しなければならないと思います。

**神宮：**足元では、今年の5月にその新株発行の改革が行われました。周先生がおっしゃった、「三高」現象の解決、すなわち、発行価格が高過ぎる、PERが高過ぎる、募集額に対する応募額の率が高過ぎるという問題を解決するためと伺っています。改革からほぼ半年が経ちましたが、その効果はいかがですか？

**周：**効果は出ています。現在の発行PERはかなり下がりました。「三高」の状況も2年前とは異なりかなり改善しました。

**神宮：**これは、日本の機関投資家にとっても大事です。これまでは高値づかみしたあと、すぐに下がってしまう可能性がありましたので。

**周：**今年の新たな措置として、ブックビルディングの結果出てきた価格が同業他社の流通市場PERを25%以上上回っている場合は、もう一度ブックビルディングをしなければならないことになりました。たとえば、鉄鋼業界のPERは現在10倍です。で、もし15倍という価格になった場合はやり直しになります。そのほか、行政的な手段でもコントロールしています。

発行市場における最終的な目標は現在の審査制（認可制）から登録制に転換することです。この過程は短時間では実現できないかもしれませんが、我々は第一歩を踏み出しました。

**楠：**上場審査をせずに登録だけで上場できるようにするというのでしょうか。

**周：**審査はしますが、審査制度は緩和されると思います。例えば、今後、新株の発行審査は証券監督管理委員会（証監会）が担当し、増資の場合は取引所が審査するようになるかもしれない、といったことです。

今後証監会の役割は、これまでの企業の経営状況を判断することから、企業の情報開示と信義誠実に

対する監督管理に徐々に転換していきます。情報開示を通じて、投資家自身が会社の投資価値や経営状況を判断できるようにしたいと考えています。

**神宮：**当局が審査して判断するのではなくて、企業が情報開示をしっかりと投資家に判断させる、そういう方向に動きつつある、ということなんですね。

**周：**そのとおりです。ただし、あくまでも将来の目



Zhou Qin Ye

#### 周 勤業（しゅう きんぎょう）

1986年上海财经大学大学院会計研究科修士課程修了。同大学教授を経て、1995年より上海証券取引所。研究部長、上場部総経理を歴任後、2001年～2012年副総裁。2012年4月より現職。上海财经大学、復旦大学管理学院非常勤教授、中国財務部企業会計規則委員会委員および複数の上場企業の独立取締役を兼務。主な研究業績として「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。

標です。今は第一歩を踏み出したばかりです。

**楠：**情報開示の制度が整っている日本でも、オリンパス事件などの問題が発生します。会計監査がどれだけきちっと行われるかはかなり重要だと思います。それには情報開示のインフラ整備が重要で、周先生がおっしゃる通り、時間がかかると思います。

**神宮：**情報開示と会計監査の両方が大事だと思うんですが、その辺では最近どういう改革があるのでしょうか。

**周：**第一に、「重要性」と「有効性」への転換を推進しています。

「重要性」とは、投資家が投資判断する際に役に立つ情報。「有効性」は、投資家の判断にとって有効な情報です。

**神宮：**つまり、要らない情報をいくら開示しても意味がない、ということですね。

**周：**証監会は、今年のアニュアルレポートの開示準則を改訂しました。企業にとって有利で、企業が言いたがる内容でも、投資家にとって重要ではないものについては削除しました。我々の仕事は、投資家の投資判断に役立つ情報を企業に開示させることです。例えば経営陣がどのように市場や企業の将来を分析しそれをどう判断しているかです。

第二に、我々は公平性についても重視しています。つまり、一部の株主にだけ開示するのではなく、中小投資家と大株主に対し、公平に開示するということです。

Shin Kusunoki



**楠 真** (くすのき しん)

1983年野村総合研究所入社。旧鎌倉研究本部にてIT企業に対するコンサルティングに従事。その後システム商品事業部、金融情報サービス部などで新規事業プロジェクトを担当。インターネットソリューション事業部、企画部などを経て、2003年に執行役員。2009年に常務執行役員。現在、金融ITイノベーション事業本部長兼金融・資産運用ソリューション事業本部長。

また、今回の改訂で非財務データの開示を加えました。例えば内部統制の状況、社会責任の開示、投資家の会社に対する展望等、これらの面における開示を要求しました。

**神宮：**行政的な干渉と言う点では、今年に入って、株価が低迷していますが、株価対策は行われていないという認識です。その辺はどうでしょうか。

**周：**当局は株価に関心を払っていますが、以前ほど

## 「企業が情報開示をしっかりと投資家に判断させる方向に動いています」(周氏)

株価指数の変動を気にしなくなりました。

市場の基礎的な面を改善すれば、自然と投資家も投資するようになります。PERが約13倍といったような現在の株価水準であれば、一定の投資価値はあります。

**神宮：**以前は、株が下がると介入して、上がり過ぎるとまた介入して、という感じでした。当局も考えが変わってきて、市場に任せる、ということですか。

**周：**現在、当局が介入するとしてもIPOのペースを少し調整するぐらいです。中国の株式市場の下落余地は既に大きくないと思います。現在の問題は将来の経済の先行きが不確定なことです。これも政権交代後は、はっきりしてくるでしょう。

**楠：**中国マーケットの先行指標として、中国国内のロレックスの販売数量を見ているアナリストがいる、と聞いたことがあります。ロレックスの販売が一時期落ち込んでいたけれども最近、また上がり始めたらしいので、中国マーケットはこれから期待できるのではないのでしょうか。マオタイ酒の販売量も先行指標のようですね。

**周：**少しは関連性があるでしょう。

### 資本市場の発展： 債券市場と店頭市場

**楠：**新株発行制度やそれに関わる情報開示について伺いましたが、資本市場の発展について、他にどのような取り組みをされていますか。

**周：**ここまで紹介したのは一番目の改革で、次に上げたいのが、中国の債券市場の改革です。

中国の貯蓄率は高いのですが、その中で間接金融が占める比率は非常に高いです。現在、銀行の貸出残高、つまり間接金融の残高は60兆元を超えています。そして毎年8兆元のスピードで増えていま



す。一方、株式や債券による直接金融の比率は、ここ5年間、11%に過ぎません。2015年までにこの割合を15%に引き上げるのが我々の目標です。株式は市況に左右されやすいので、11%から15%に引き上げるには、主に債券市場の発展に頼らなければなりません。

今年、深圳・上海証券取引所は中小企業の資金調達難を解決するために、中小企業私募債を導入しました。中小企業私募債は外国のジャンクボンドのようなものです。

**神宮：**中小企業私募債の導入後、その利用の度合いはどうか。

**周：**上海・深圳取引所ではそれぞれ10数社が私募債の発行を完了しました。金利水準は、2年物で約10%です。ちなみに、現在、銀行の1年物預金金利は3%、1年物貸出金利は6%です。最近、私募債の金利は低下傾向にあり、一番低くて7.5%です。

最近銀行も中小企業への融資を拡大しているので、私募債の発行規模はまだ大きくありません。市場が拡大するにつれて、私募債の金利と貸出金利の差は縮まっていくと思います。

**神宮：**中国の債券市場には、銀行間市場と取引所市場の2つがあって、銀行間市場が約9割を占めています。今後、取引所も債券市場の発展に注力していくということなのでしょうか。

**周：**まず、上場銀行16行を取引所債券市場に復帰させます（注 交通銀行が2010年に復帰している。90年代後半の債券市場の混乱後、銀行は取引

所市場に参加できなくなっていた)。つまり、個人投資家だけでなく、機関投資家も取引所債券市場で取引するようになります。これら16行で銀行業総資産の50%以上を占めています。

第二に、銀行間市場と取引所市場の決済システムを連結します。二つの市場を連結すれば、銀行間市場で登記されていても取引所市場で取引できるようになります。

第三に、我々取引所は債券取引の特徴を考慮し、今年新たな取引システムを開発しました。先程紹介した中小企業私募債のほか、今後導入される予定の新たな債券についても対応ができるシステムです。

もちろん、債券市場の発展のためには、格付機関の育成も課題です。日本は債券市場において豊富な経験を持っていますので、是非参考にしたいです。

**楠：**日本で債券市場が急拡大したのは1975年以降です。その時に野村証券とNRIは非常に大きな役割を果たしたと思っています。その一つが、個人投資家向けの「中期国債ファンド」の開発です。もう一つは、ホールセールマーケットでの取引を進めるための仕組みです。野村証券とNRIが一緒になってつくった「ボンドMIS」というシステムによってマーケットメイクが非常にうまくいくようになり、債券の流動化が一気に進んだと思っています。

最近、幾つかの中国の銀行の方と債券のリスク管理について意見交換しています。我々から見ますと、二つ課題があると思っています。一つは、リスク管理をリアルタイムに把握していくためのシステムが未成熟だということ。もう一つは、個別の債券のレーティングに関する情報が、まだ整備されていないということです。

先日も、中国の銀行の方にNRIが日本で提供しているシステムをお見せしたら、「これをすぐくれ」と言われました。すぐにシステムを提供することはできるんですが、残念ながら入力するリスク情報がないという問題があるんです。

**神宮：**その点では、債券の格付けとそれに見合った価格形成ができつつあると考えてよいでしょうか。

## 「次の世代」に向けて、上海証券取引所との交流を広げていきたいと思ひます」(楠)

昔はAAAとかAAといった債券しかありませんでしたが、最近はいろいろな格付けのものが出てきて、それに対して値段が付き始めていると思ひています。その辺の認識は正しいでしょうか？また、それらのデータベースがどうなっているか興味のあるところですよ。

**周：**格付と価格形成の関係については、AAAの金利が6パーセント強、BBが10%ぐらいになります。債券の格付けは、発行時だけではなく、毎年のフォローアップ評価も行われています。

データベースは、取引所に上場されているすべての証券について、情報開示や発行・取引の状況等のデータが収録されています。取引や価格のデータは取引所の情報会社が提供しています。

**楠：**日本から中国に投資する際、そのデータベースの存在は、信頼性という意味でも大きな役割を果たすと思ひます。

**神宮：**債券市場と並ぶ注目点として、店頭市場もありますね。

**周：**そうですね。中国国内では、多くの中小企業が資金調達難の問題を抱えています。株式市場に上場した会社は約2500社しかありません。数十万の企業は、店頭取引を通して株式譲渡や戦略投資家の取り込みをしなければなりません。

こうした中、「全国中小企業株式譲渡制度」が設立されました。また、北京でそれを管理する有限責任会社を設立しています。

北京の中関村、上海の張江、天津の濱海、武漢の東湖の4つのハイテクパークが最初の店頭取引試行地域となりました。

**神宮：**個人投資家も店頭取引市場で投資できるようになりましたよね。

**周：**そうですね。しかし投資家の適格性管理を行っています。店頭取引市場で取引できる投資家はある程度の投資規模・投資経験を持っていないとならず、また、リスク注意喚起書にサインしなければなりません。

このように、中国の債券市場と店頭取引市場は、

発展が期待されていますので、今後も注目していくべきだと思ひます。一方で、外国企業向け市場である国際板は、それよりも時間がかかると思ひます。

**神宮：**昨年11月に、証監会主席が郭主席に代わって以降、いろいろな改革のスピードが速いですね。今年の5月に証券業界のイノベーション（「創新」）の案も出て、ますます中国市場に目が離せなくなりました。

**楠：**今後も人的交流も含めて、良好な関係を維持していきたいと思ひます。本日は、ありがとうございました。

(文中敬称略)



Takeshi Jingu

### 神宮 健(じんぐう たけし)

1983年野村総合研究所入社。88年UCLAアンダーソン・スクール修了(経営学修士)。米国野村総合研究所(現NRIアメリカ)、経済調査部経済調査室長、香港野村総合研究所(現NRI香港)、野村証券北京事務所、野村資本市場研究所北京事務所長を経て、2010年8月より現職。マクロ経済・金融調査に携わる。著書に「中国証券市場大全」(共著)ほか。