

## 中国資本市場發展の趨勢

復旦大学法学院（中国・上海）

許 凌

艶<sup>①</sup>

### 資本市場の基本範疇

資本市場はすでに日常生活に溶け込み、別段珍しくもない概念となっている。国際的に力のある経済体制の中で、発達した資本市場を持たないものは一つとしてない。しかし、一方で学術研究者たちの資本市場に対する定義づけは決して統一されてはいない。たとえば、ある学者は資本市場と証券市場を同じものであるとし、またある学者は資本商品の供給と取引市場のすべてを総称して資本市場と呼ぶ。<sup>③</sup>この研究の論理の起点として、まず資本市場の基本範疇を整理する必要がある。

社会經濟の發展初期（前資本主義時代と資本主義發展の初期を含む）において、資金の預金者と使用者は基本的に同一であったから金融業務はきわめて少なく、その社会經濟システム上の影響力は僅かであった。しかし現代市場經濟の發展に伴い、貨幣は資本へと変化し、投資家に利益をもたらしうるものとしての価値が生まれた。従って、貨幣は投資家が貯蓄を資本需要者の資本商品に転化することによって収益を得るための道具となった。このような状況下で、より広域の社会範圍の中で散在する資金余剰者の貨幣貯蓄を資本需要者の資本商品に転化するにつけ、貨幣を投資に転化する場所が必要となった。こういった場所が一般的に言われる資本市場、即ち「資金の取得と譲渡をする市

場・貸借に関わる全てを含む機関<sup>(4)</sup>である。上記の市場の中で資本を投資する対象が比較的長い周期のものがあり、資金需要者の使用期間が長いという特徴がある。こうして、このような資本は長期資本となった。こういったタイプの資本の真の定義は、普通の貨幣貯蓄を行い、資産収益を求める価値増殖母体に変えることで、資本市場の効果を転化する場所を提供することにある。

従って、資本市場は「長期（成熟期が一年以上）の金融商品（株と債券）の取引市場」<sup>(5)</sup>であると考えられている。具体的には、金融商品の期限が一年以上の証券市場および期限が一年以上の銀行貸付市場である。貨幣市場は経営一年以内の短期的資金を融通する金融市場であり、資金需要者は資本市場を通して長期的資金を集め、貨幣市場を通して短期的資金を集める。この種の意義上の資本市場は狭義の資本市場に属する。この他、資本市場の機能という角度から見て、機能の意義上の資本市場とも言われた、即ち資本市場を「リスク定価の機能（価格破壊の機能）が導く新資本の蓄積と配分の市場」<sup>(6)</sup>であると定義する。

学者たちが研究の中で使用する資本市場という言葉は、一般的に前述の第二種類の定義上の資本市場である。このような分類方法と、経済学で通常使っている期限を以って、人々の経済活動を分類するやり方とは同じで、期限学（中国資本市場の育成と発展に関する学問・記者注）では「資本や資本形成、経済発展および経済活動の最も重要な構成部分」<sup>(7)</sup>だと言っている。したがって、理論上では資本市場は融資期限が一年以上の金融活動の総称とみられ、具体的には証券市場と長期貸付市場を指す。長期貸付市場について言及するならば、それは主に資本提供者の銀行と資本使用者の企業間の契約関係であり、証券の募集発行および上場取引に関与しない。さらに、多くの投資家にも関与しないので、長期貸付市場の監督管理に對することと証券市場の監督・管理（体制）と大きく異なる。学者たちが資本市場を研究する時、一般的に討議するのは全て証券市場であるので、ここで、研究する際に用いる資本市場につい

てもこの習慣に従うことにする。

## 2. 中国資本市場の現状

今年はずしもアジア金融危機から一〇周年の年にあたる。一〇年前の東南アジア金融危機は全世界的資本市場の動揺やアジア貨幣価値の下落・株の暴落を引き起こし、その影響は広範囲に及んだ上、その速度の速さと破壊力は全世界を驚愕させた。

世界経済発展傾向の分析によると、資本市場はすでに今日の世界経済発展の牽引車となっている。一〇年前と比較して、アジア金融危機を引き起こした国際資本の流動性は依然として無秩序状態であり「ホットマネー」<sup>(8)</sup>である。無秩序状態とは世界中の大量の資金が債券や株などの金融市場に氾濫し、M1+M2<sup>(9)</sup>が世界中の貨幣総供給の一四%を占めたことを指す。これは、ほとんどの資産が流動的になり、中央銀行の制御を離れ、市場の中で握られたことを意味する。流動性の氾濫は発展すればするほど強烈になるといふ様相を呈している。これは、市場変動性のリスクをさらに拡大した。世界の流動性が過剰になっている状況下で、東アジア資本市場の株価がだんだん上昇している。したがって、債券市場の繁栄は決して顕著ではない。もし、発展が続いたとしたら、流動性の過剰が引き起こす為替レート<sup>(10)</sup>のリスクと市場のリスクは同時に上がることとなるだろう。また、東アジアの国際社会と近隣諸国との政治関係は複雑に入り組んでいる。地域金融協力には依然として多くの障害があり、東アジア地域の継続的な経済金融の安全と安定については隠れた危険性がある。

中国資本市場も、同様に繁栄と懸念の中にある。中国資本市場は新興市場として、現在世界の資本市場の中で多大な影響をもたらしている。中国の資本市場は、磁石のように国際投資家の注目を強力に引きつけている。特に二〇〇〇

五年四月二九日國務院の許可を得た中国証券監督管理委員會（CSRC、証監委）が「上場企業の株権の分配改革試行に関する問題の通知」を公布し、株式保有改革試行の活動を開始した<sup>10</sup>。株式保有改革は、歪曲した市場メカニズムを是正し、中国資本市場の基礎的な部分については、国際市場と比較しても、本質的に差異のないものとした。二〇〇六年の年末までに、上場企業は基本的に株式保有改革を終え、中国証券市場は「株式保有改革の後半」の新たな発展段階へ突入した。二〇〇六年中国資本市場の市場価格が大きく上昇、年始には三兆あまりであったのに対し、年末には八・九兆、二〇〇七年には一〇兆の舞台を突破し、元来の新興市場第三位から新興市場第一位となった。中国の株は一年という短期間で一三〇%と急上昇したため、中国の投資家たちは狂喜し、国民皆投資家となったような現象が現れた。中国の株式市場は突然世界の株式市場のスターとなった。中国資本市場は一〇数年という短い期間の中で発展し、多方面において多大な成果をもたらし、一部の発達した市場が何十年、あるいは一〇〇年掛かって歩む道を（この短い期間で）すでに歩んだといえよう。

中国の株式市場はバブルではないのか？この問題に関しては、現在でも議論が行われている。中国が東南アジア国家および地域における株式市場と土地のバブル崩壊時の痛ましい歴史の二の舞を演じるのではないかと、人々はバブルに対し憂慮している。しかし、我々は両者の違いにも目を向けるべきである。第一に、当時、東南アジアのバブルは当時の金融システムへの過剰な信用が引き起こしたものであった。銀行信用貸付には資本充足率の制限が無かったがために、企業は不動産や株を担保として融資を獲得し、またその融資を用いて不動産と株に投資をし続けるといった事態を招いた。このような繰り返しは、株式市場と不動産のバブルをより大きくし、最終的にバブルが崩壊したとき、連鎖反応を引き起こし、銀行のシステムに危機をもたらした。しかし、中国資本市場に現在現われている資産バブルの主要な原因は、やはり人民元が上昇して、その予想される流動性が過剰になったことにある。バブル自体も東

南アジア金融危機当時ほど大きくはない。第二に、アジア金融危機の大きな原因の一つに、これらの国家の国内金融体制がまだ発展・成熟しておらず、リスク回避の対策が十分になされていないときに、資本市場と金融市場を開放してしまったということが挙げられる。中国はかつての金融危機を戒めとし、すでにリスクの管理やリスクの分散および回避の合理的処理を行ない、パブルをコントロールする能力をいまもなお高めている。第三に、中国金融当局は、金融安全保護について資本市場を發展させ、直接融資の比率を高める、と一貫して主張してきた。これは、銀行の融資システムを信頼しすぎた当時の東南アジア国家とは全く異なる理念である。第四に、中国では二〇〇六年に直接融資と間接融資の割合が約二・三対七・七となり、アメリカの八対二の融資構造とは大きく異なる。株の市価とGDPの比例からすれば、アメリカの二〇〇六年第四半期の市価総額は二〇兆六〇〇億ドルで、GDPとの比例は一五・八%、債券市場の市価総額は二五兆四〇〇億ドルで、GDPとの比例は一九二・一%に対し、中国は現在(二〇〇七年三月一六日まで)、株の市価総額は一一兆七〇〇億元、債券市場の市価総額は九兆八〇〇億元でGDPとの比例は五八・五%と四九%ほどで、中国の将来の株式市場規模にはまだまだ拡大の余地があるといえる。第五に、拡張しつづける資本市場は、パブルを静める可能性がある。現在のところ、資本市場の規模の拡大は既に止めることができない趨勢である。これは以下の要素のいくつかが原因である。

まず第一に、株価指数が上昇して、上場資産と非上場資産との間の価格差をひろげ、上場または株主の権利による再融資を求めるより多くの企業を引き寄せるであろう。株権融資方式によって、企業はその透明度と公衆管理力を高め、会社の管理構造を整備することができるので、融資のコストを抑えることができる。結果として、上場企業の利潤を引き上げ、より多くの投資を誘引している。第二に、株権分配改革が、わが国の資本市場の健全な發展に、長期に亘って影響しつづけ、歴史的に残してきた重大な問題を解決し、中国株式市場に長期的に影響した最大の不確定要

素を取り除いたことである。これは、ブルマーケット（上げ相場）の到来を促進した重大な要素である。株権分配改革により、上場企業の様々な株主の利益は一致し、A株市場は基本的に国外の成熟市場と基準を合わせた。第三に、中国経済が迅速かつ安定的に発展することが予想されるので、資本市場では経済動向のバロメーター機能が日増しに明確化していることである。

こうして、資本市場は規模を拡大し、引き続き、より深く、より広く発展してゆくだろう。

### 3. 「十一五」（第一次五カ年）規画と中国資本市場の発展趨勢

中国資本市場と金融体系の戦略目標は、上海・深川・香港市場を軸に、中国資本市場を世界の最重要・最大で、且つ流動性が最良の資産取引所の一つにすることである。二〇二〇年には、その市価を六兆〜八兆元となる。

現在、中国は「十一五」の発展段階にある。即ち、二〇〇六年から二〇一〇年は第一次五カ年規画の期間である。「五カ年計画」は中国国民経済計画の一部分で、主に、全国重大建設事業（プロジェクト）、生産力分布と国民経済重要比例関係などの計画および国民経済発展長期計画目標と方向性をつくりだした。一九四九年一月一日、中華人民共和国が成立した。一九四九年から一九五二年年末までは中国の国民経済回復期であった。一九五三年には中国は第一次五カ年計画（一九五三年〜一九五七年の国民経済発展計画）を策定、その後、五年毎に一度、国民経済計画を制定してきた。

一九五三年の第一次五カ年計画<sup>(1)</sup>の開始から、すでに一〇回の「五カ年計画」と「十一五」規画（二〇〇六〜二〇一〇年）を制定した。二〇〇五年一月一日に通過した「十一五」規画には、重大な変化がある。それは、「計画」

の二文字が「規画」となったことである。一文字の変化だが、中国政府が資源配分における市場の基本的効果の發揮および経済と社会の発展のマクロ的な把握と調整を特に重視し、政府の役割轉換に向けた新たな道へ足を踏みだすことを鮮明に示している。

第一次五カ年規画は一〇回の「五カ年計画」の延長であるばかりではなく、中国の小康社会（ややゆとりのある社会）および調和社会の建設実現に向けた新たな起点である。中国「十一五」（二〇〇六年から二〇一〇年）時期は、小康社会および調和社会の全面的建設に重要な時期であり、この五年間は中国の将来における現代化プロセスの観点から、極めて重要で、過去をうけて未来を開く歴史的な立場にある。

「十一五」期間に、中国経済と世界経済はかつて無いほど広く深く融和する。中国金融業は改革を進め、前面開放、発展の加速といった新段階に突入したのである。

中国「十一五」規画と中国経済体制改革が結びつき、未来の中国資本市場発展趨勢は主に以下ようになるであろう。

### （一）グローバル化、国際化、対外開放の強化

中国資本市場が、もし世界的に最も重要な金融市場の一つになることを目指すのであれば、絶えず対外的に開放してゆく事が基本的に必要な。タイの株式市場と為替市場で動揺が見られたように、新興資本市場では、順序を守って開放を進められなければならない。改革と自由化の秩序を合理的に処理し、本国経済発展と金融安全との衝突に対する国際金融リスクを防止しなければならない。

現在、アメリカは対中国経済戦略として、中国金融市場開放に対する要求に重点を置いているのであって、専ら人

民元の切り上げへ圧力をかけることに重点を置いてはいるわけではない。アメリカのエリートたちは「世界を支配したいならば、まず世界の金融を支配する必要がある。中国経済を支配したいのならば、中国の金融システムを支配しなければならぬ」ということをよく知っている。一九八〇年代初頭から一九九〇年代初頭にかけて、日本の金融業界は新しい勢力の企業として頭角を現し、アメリカと勢力の優劣を争った（一九九〇年の世界中大銀行のうち九位までが日本の銀行であった。日本投資銀行も財力が強く、アメリカに取って代わった）。アメリカが貿易制裁を以って脅し、日本円を強制的に値上げさせ、日本円の長期上昇の展望を作り上げ、日本資産価格の巨大なバブルを触発したのである。

急スピードでのバブル崩壊からほどなくして、日本の銀行は山積した不良債権という負担を背負い、すぐに倒産した。中国金融企業の競争力と当時の日本は同列に論じることが出来ないが、アメリカと競争することなどできるはずもないことは明らかである。しかし、アメリカの策略は、中国の銀行や保険会社・証券会社・財務管理・クレジットカード・資本市場などの全ての方面の業務分野において全面的に進出し、中国金融機関との間で高付加価値のあるクライアント（顧客）の争奪戦を繰り広げるといふ、以前にも増して直接的なものとなった。国際的な大物の各種優勢に頼って、中国金融業の高付加価値のある人材とクライアントは、すぐにアメリカのグローバルな金融システムの中に納まってしまおうだろう。

中国が世界貿易機構に加入し、加盟条件の承諾を行うことによって、中国は順番どおりにかつ積極的に資本市場の対外的開放を推し進めた。しかし、中国資本市場の対外的開放は、引き続き「積極的且つ穏当、順を追って一步一步進み、性質の相反するものでも全面的に受け入れ、自らのために用いられて、公平な競争をもち、互いに利益を得る」という基本原則に従わなければならない。中国資本市場の対外的開放について論じるには、まず中国資本市場を「こ

れから数年のうちに、中国資本市場建設を世界資本市場システムの重要なひとつの頂点とする」という戦略的位置づけをもって考える必要がある。

中国が二〇〇一年にWTO加盟後、中国のWTO加盟の承諾に基づき、二〇〇六年年末までに我が国の金融業は加入承諾の過渡期履行事項の全てを終わらせた。WTO関係の協議に基づき、証券業の開放は以下の四つの事業（プロダクト）を含んでいる。

1. 外国証券機関は中国側の仲介無しに、直接B株取引に従事することができる
2. 外国証券企業の駐華（在中国）代表所は、中国の全ての証券取引所の特別会員になることができる
3. 設立を許可された中国と外国の合資による基金管理会社は、国内証券投資基金管理業務に従事し、外資の比率は加入時に三三％を超えず、加入後に四九％を超えないものとする。
4. 加入後三年以内に、設立を許可された中国と外国の合資による証券会社は、A株の受託取扱いおよびB株・H株・政府と企業不良債権の受託取扱いおよび取引業務に従事し、その外資比率は三分の一を超えないものとする。

中国のWTO加盟以後、サービスマイ分野の開放度合は、今までにないほど大きなものとなっている。金融が内包する数多くの重要なサービスマイ部門において、中国は加入承諾を厳格に実行し、対外市場の受け入れ機会を広く提供した。六年前、中国金融業は国外同業企業との競争を受け入れられないと考えられていたため、国内と国際金融界の多くの人々は、WTO加盟は中国金融危機を引き起こすと思っていた。しかし、現実には、この六年間中国金融は開放されており、そのような予言は現実にはならなかった。中国の金融業は、危機に瀕することがなかったばかりでなく、逆にだんだんと強化されてきている。金融体制の改革は、開放政策推進のもとで日増しに深まり、近年においては破

竹の勢いで発展をみせている。

資本市場の対外的開放は、主に三つある。

第一、証券融資の対外的開放

証券融資の対外開放は、証券市場開放の最初の段階である。すなわち、内外の会社が中国証券市場を通して株式資金調達を進めることを許可することである。証券融資の対外開放においては、開放順序・企業選択・発行量・発行比率および募集した資金の投資先などの問題について考えなければならない。その開放順序は以下のようにすべきである。

1. 在華（中国での）投資の中国と外国の合資による企業に対し、国内証券市場での融資を許可（許可）
2. 在華（中国での）投資の外国単独資本企業に対し、国内証券市場での融資を許可（許可）<sup>(12)</sup>
3. 国外で登記された中国資本企業に対し、国内証券市場での融資を許可<sup>(13)</sup>
4. 香港・マカオ・台湾企業に対し、中国本土の証券市場での融資を許可
5. 外国企業に対し、中国証券市場での融資を許可

第二、証券業務の対外開放

証券業務の対外開放は、証券市場開放の中間段階である。それはすなわち、証券仲介機関が合資または単独資本の形式を採用し、国内証券市場の証券売買業務、銀行投資業務および資産管理業務を行うことを許可することである。

証券会社、証券投資基金管理会社およびその他証券業務に従事する機関（弁護士事務所・会計事務所などの仲介機関）は、企業の融資や投資家の投資財務管理サービスのためにある。中国WTO加盟承諾に基づき、二〇〇二年六月中国証券監督管理委員会が「外国資本株式取得証券会社設立に関する規則」（中国証券監督管理委員会令第八号）と「外

国資本株式取得基金管理会社設立に関する規則」(中国証券監督管理委員会令第九号)を公布した。中国は二〇〇四年から証券会社管理をはじめ、現在もなお進行中であり、二〇〇七年八月に終わる見込みとなっている。二〇〇六年九月一四日中国証券監督管理委員会は、新設の証券会社(外国資本株式取得証券会社を含む)および営業性のある支店・支部の批准を暫定的に停止しているという声明を対外的に発表した。この期間に中国は合資証券会社の事業(プロジェクト)の審査許可も暫定的に停止した。終結したばかりの米中第二回戦略経済対話の中で、米中両国は、中国が今年の下半期から新しい合資証券会社の設立許可体制を回復し、条件に合う合資証券会社の業務範囲を徐々に広げるという共通認識に至った。このようにして、外資系企業の中国証券取引市場への参入禁止措置は、二〇〇七年下半期に解除される見込みとなった。中国は下半期に新しい合資証券会社の設立の審査許可体制を回復させるとともに、条件に合う合資証券会社の業務範囲を徐々に広げる。これによって、外資系証券会社の参入が加速することは明らかで、国家管理層が中国証券市場の成熟度にかんがりの自信を持っている、ということを示している。他方で、中国国内の証券機関にとってみれば、外資系証券会社の強烈な挑戦に直面することになる。しかし、これもまた中国証券業界の競争力を高めることになる。

### 第三、証券投資の対外的開放

海外投資家に中国株や債権およびその他証券商品の購入を許可するということは、すなわち、最終的には証券商品の自由購入を可能にするということである。中国は、新興資本市場として、国際資本は必然的に見通しがよい。外資の中国株式市場参入の数量制限は、証券市場の規模拡大にたがって、次第に開放せざるを得ない。資本市場の安定問題についていえば、現在、中国はQFII(有資格機関投資家)制度<sup>15)</sup>を採用している。韓国・インド・ブラジル・中国台湾などの国家と地域は二〇世紀三〇年代初めにはもうQFII制度を設立・実施していた。中国証券監督管理

委員会は二〇〇二年年末に「適格海外機関投資家の国内証券投資管理に関する暫定規則」を公布・施行した。これは、中国QFII制度の正式起動を意味する。この行動は一九九六年末の人民幣元通常事業（プロジェクト）における自由兌換実現に続き、わが国の資本市場対外開放の更なる一里塚（道しるべ）であると世論は考えた。中国は、二〇〇二年年末にQFII制度を推進、合計一〇〇億ドルのQFII限度額を有した。二〇〇七年二月までに、五二の海外機関のQFII資格を批准、その中の四九社のQFIIで、合計九九・九五億ドルの投資額を獲得した。一〇〇億ドルのQFII限度額までに、残りは〇・〇五億ドルしかない。現在中国が批准した一〇〇億ドルのQFII限度額は基本的にすべて使われてしまった。二〇〇六年五月の米中第二回戦略経済対話の期間、米中は多くの協議をまとめたのだが、そのなかには中国がQFII限度額を三〇〇億ドルに引き上げるといふ事項も含まれた。このようにして、QFIIは規模の拡大に直面した。最近のQFII持ち株の市場パフォーマンスを見ると、中国A株市場に投資したQFIIは大きな利益を上げている。国家外貨管理局資本項目管理司資本市場処処長の郭松は二〇〇六年六月一日上海において、適格海外機関投資家（QFII）の限度額が、短期間で三〇〇億ドルまで急増するとはあまり考えられない、と述べている。現在のところ、市場の流動性は比較的ゆつたりとしているが、限度額が緩和され次第、市場資金流動性過剰の問題が「泣きつ面に蜂」の状態となる（災いの上にさらに災いが加わる）事は疑いようもないからである。どのようにQFII限度額を三〇〇億ドルにまで拡大するかについては、外貨管理局はまだ最終案を固めておらず、したがって、中国は短期間のうちにQFII限度額を大規模に拡大する基盤を有していないのである。

二〇〇七年四月一日は、中国資本市場発展史上での一里塚である。証券監督者国際機関（IOSCO）第三回年次総会で、中国証券監督管理委員会は、IOSCO「コンサルテーション」と協力および情報交換を目的とした多国間覚書（MOU）<sup>(16)</sup>（以下、「多国間覚書（MOU）」）に正式に署名した。今回「多国間覚書（MOU）」に加盟したこ

とにより、国際証券監督管理は、ある程度中国証券監督管理委員会のレベルを認可することとなる。これを反映して、中国証券監督管理委員会は海外監督管理機関との協力交流を通じて中国の資本市場監督管理の能力とレベルの更なる向上を促進させ、国際証券監督管理規範の制定の中での発言権を更に増強させる。

## 2. 東アジア協力の強化

アメリカの経済緩和の増長および地区金融市場変動の悪化などの危険要素に対応するため、東アジアは経済と金融の分野において引き続き協力を強固なものにしていかねばならない。

### (1) 外貨準備の一元化を望む

一九九七～一九九八年の金融危機以降、東アジアの各国は大量の外貨準備を危機回避の保障として打ち立ててきた。昨年末までに、東アジアの外貨準備高は二兆ドルを超え、その中で一・〇六兆ドル分は中国が占めている。二〇〇六年五月五日、ASEAN諸国と中・韓・日三カ国の財務相は共同声明を発表し、外貨準備の一元化に同意した。何れの国が金融危機に面した場合にも運用が可能だ。この協議の骨子によると、構成メンバー国は実際に外貨を一箇所に集める必要はなく、各自の運用はそのまま保持される。しかし、金融危機に瀕したときに運用するため、構成メンバー国は理論上一部の保有外貨を一元化する。この会議の前段階で、四月五日「一〇十三」(ASEAN諸国と中・韓・日三カ国)会議で各国の財務相がタイのチェンマイで会談した時、二年以内に外貨準備高を八〇〇億ドルとし、発生が予測される貨幣危機に備えることに同意していた。上述のプランは、総金額八〇〇億ドルの貨幣相互互換協議ネットワークにまで発展した。長期的に見れば、アジア地区の貨幣に対する信頼を強め、アジア金融一体化に向け、一歩邁進したことを示している。

## (2) アジア債券市場の推進を継続

アジア債券市場は現在、アジア地区金融協力の焦点のひとつである。アジア債権は、アジア国家貨幣の価値を決めるものであり、アジア地区で発行・取引される債権を指す。アジア債権の供給者はほぼアジア経済体であり、その需給者はアジアを含む各経済体内の全世界の投資家である。アジア債券市場を築き上げたのは、一九九七年東南アジア金融危機の反省が根拠となっている。アジア各経済体の政府職員および金融業界は皆、アジア地区の不健全な金融システムは東南アジア金融危機の主な原因であると考えている。金融システムの銀行システムに対する過剰依存による間接的融資に顕著に表れているように、危機に瀕する国家はみな発達した資本市場に欠け、企業外部融資も銀行貸付に頼った結果、金融リスクを銀行システムに集中させてしまうのである。「銀行主導」の金融システムは短期預金、長期事業融資の満期のミスマッチ問題を引き起こし、外貨負債が自国の貨幣融資貨幣ミスマッチ問題を引き起こして、東アジア地区の金融体系脆弱性の源泉となった。一旦、長期融資事業資金が回収できなくなると、短期預金が満期となるか取り付け騒ぎを起こすなどして、期限の配分ミスの危機も暴発してしまう。もし、為替レートが急減に変化をしたら、外貨建ての負債が激増し、自国貨幣建ての資産は却って相対的に減少するし、企業は貨幣配分ミスが原因で破産という苦境に陥るだろう。

銀行不良債権の比率が高すぎて、預金者が銀行システムと自国貨幣に対する信用を失ったため、国際金融の投機家に自国貨幣を狙い撃ちにするチャンスを与えてしまったことが、金融の大混乱と危機の引き金となった。

東南アジアの経済共同体では、普遍的に貯蓄率が高い。アジア債券市場の発展を通して、アジア地区の金融システムは深化するに違いなく、銀行システムの過剰依存などこの種の不合理な融資構造を是正すると同時に、各国の貯蓄資金をますます有効に利用することもできる。東アジア経済共同体の外貨準備資産が比較的単一である現在の状況を

変えたり、主な国際主要貨幣の為替レートの変動が各国の外貨準備高の価値および外国資本の流動に及ぼす悪影響を減少させたりもできる。アジア債権およびアジア債権基金は既に順調に出回っている。今年五月はじめには、中・韓・日三方国の財務相が「アジア債券市場提議」を推し進める努力を継続して行うことに同意し、新たな債権品種（銘柄）開発（基礎施設融資を支え、貸付と受領金の証券化を進め、アジア中期小切手事業の研究を進める）を發展させることに同意した。アジア債権の発行と流通には、現在各国が所有する国際債権融資の技術上の障害を取り除く必要がある。税収・連合格付け・国際決済（清算）など全てが、各国金融対策とその他関係する国内経済政策に影響するため、短期間で整備するのはとても困難である。アジア地域経済と金融協力の重要な構成部分として、アジア債券市場の發展は、経済的問題であるだけでなく、同時に政治問題でもある。よって、この市場の發展は十分に調査研究された基礎の上で、順を追って一步一步推進するべきであつて、成功を焦ってはならない。

東アジア経済共同体の協力も、EUのようにまずは金融経済貿易から始めても良いだろう。「日本国際フォーラム」の七四名の政策委員が連署し、小泉首相に提出したレポートである「東アジア経済共同体構想と日本の役割」の中で、東アジア資本市場の統一の推進や東アジア金融センターの設立・貨幣統一を逐次に実現させることを主張している。レポートでは、関係国家と地域は資本市場制度と金融市場制度の一元化を推進し、本地域（東アジア）諸国のなかにおける投資完全自由化を実現すべきだとしている。アジア貨幣債権発行市場と取引流通市場を充実させ、本地区における投資を促進するには、まず証券市場の基礎施設を完璧にすることに着手し、東アジア共同の債券市場および株式市場を創設するのも良いだろう。貨幣協力本部を設立し、相互援助体制を確立、貨幣基金を創立する。資金流動の自由化は本地区貨幣の自立を促進する。すなわち、米ドルからの脱却である。二〇二五年の東アジア統一貨幣誕生の前に、「関係各国と地域（E C E A参加の国・地域を指す）の通貨バスケット制導入、これに次ぎ日本、韓国、シン

ガポールの貨幣統一をまず実現すべきである。中国との貨幣統合は、中国経済の制度的な成熟度を見極める必要があるが、早い段階でその実現に努めたい<sup>(17)</sup>。この構想は、EU誕生の影響とアジア金融危機の刺激の影響を大いに受けたもので、創建制に富んでいるが、二〇二五年に東アジア単一貨幣を実現できるかどうかには、まだ多くの不確定要素と研究が必要な課題がある。

## (二) 本土資本市場戦略転換の強化

金融の開放は高度・複雑かつ敏感な問題である。中国資本市場の下でひとまわり発展した(金融開放の)新しいメインテーマ(主題)は、国際市場が開放の中で発展した経験や教訓をいかに手本とするか、本土資本市場が国際的な融資および取引市場となる様いかに進めるのか、本土上場企業の国際企業への発展をいかに促進するのか、証券会社・基金管理会社・証券サービス機関などが、いかにして国際的に重要な投資サービス機関となつて、自身の競争力をできる限り早く上げるのか、ということだ。中国は、強大な本土資本市場を築くことで、主な政策目標と方向に向かつて、独立自主、肯定的で穏当、逐次開放の国際化路線を進む必要がある。

中国資本市場の近年の発展過程を振り返ると、長い時間をかけて自己発展・進化を遂げてきた多くの成熟した市場のシステムとは異なり、中国資本市場は非常に独特な部分のある道を歩んできたことがはっきりと見て取れる。中国資本市場は、政府と市場が共同で推し進める。つまり、政府が上から下へ推し進める市場化改革が市場の自己進化と互いに結びつく道(方法・システム)なのである。いくつかの重要な変革が成功するための鍵(キーポイント)もまた、市場化の改革方向を堅持し、政府と市場の結合システムを採用して一歩一歩推し進める<sup>(18)</sup>。この点は、韓国と非常によく似ている。

政府または実践的角度から見ると、中国は本土資本市場戦略転換の重要ポイントは以下の通りである。

第一に、優良企業に中国国内資本市場において融資させる。新時代において、優良企業は市場の戦略資源となっており、各国資本市場が奪い合う貴重な資源となった。それゆえ、すでに海外で上場した大型国有企業は段階的にA株に回帰するだろう。これは、発展的かつ壮大な中国資本市場の戦略的振舞いである。二〇〇六年二月末までに、中国銀行・中国国際航空はすでにA株に戻ってきたし、中国人寿（生命保険会社、チャイナライフ）はすでにA株発行を審査（認可申請）、中国工商银行は歴史的なことに、「A+H」（A株とH株）同時発行・同時上場のスタイルをつくりあげた上、預かっている資産をそのままA株市場に残した。近い将来、中石油（中国石油天然気・ペトロチャイナ。中国のエネルギー企業）・中移動（中国移動通信・チャイナモバイル。中国の移動通信事業者）・建設銀行・中国海洋石油（CNOOC・シーノック。石油・エネルギー関連企業）・神華能源（シェンファエナジー。中国のエネルギー企業）・交通銀行・中国電信（チャイナテレコム。中国の通信事業者）・中国網通集団（チャイナ・ネットコム。中国の通信会社）・中国铝业（中国アルミ・アルミニウムコーポ。中国のアルミメーカー）・中国財險（中国人民財産保険・PICCプロパティ&カジュアリティ。中国の損害保険会社）・中国遠洋（チャイナコスコ。中国の運輸会社）等がみな、A株市場に戻るに違いない。この他に、海外で上場しておらず、上場の条件に符号した大型国有企業で、特に資源型の大型国有企業がA株市場に上場することを奨励し、政策上の制限から、このような企業が海外で上場することを奨励しない。このようにして、中国資本市場の規模はさらに拡大するだろう。

第二に、市場の透明度を向上させることで、国際慣例に符合することを核とした中国資本市場法律規則システムと会計規則システムを構築することである。中国資本市場の戦略転換と戦略目標の実現に対しては、良好な法律制度と法令環境の整備が極めて重要である。二〇〇六年一月一日から中国は新たに改定した「会社法」「証券法」を施行、

二〇〇七年七月一日からは新たに改定した「パートナー企業法」「破産法」を施行。それと同時に、多くの新しい金融商品が監督管理部門規則の大きな支持を取り付けた。

中国証券監督管理委員会などの政府部門は、企業法・証券法の実施につり合う行政法規・定款・自立規則を制定・改定し、資本市場法律規則システムに対する全方位的な清算および再構成を行う。その数の多さ・変動の大きさ・速度の速さは全てこれまでで最大となる。このような法律規則システムは、すでに資本市場の発行・取引・決算の各方面・分野にまで広がっている。資本市場との関係が密接な「刑法修正案（六）」も順調に通過し、資本市場法律システムの基盤を作り上げた。ただし、中国資本市場法律制度と規則体系を全体からみると、数多くの欠陥が依然として存在し、各方面において整備していかなければならない。中国資本市場の法治建設は長期に渡る極めて困難な任務であるため、弛まぬ努力が必要だ。二〇〇七年一月一日から、中国財政部は新会計基準を導入した。これは、中国会計政策の重大な変革<sup>19)</sup>であり、国際会計基準との同調を計ったのである。中国会計制度の透明度を高め、中国資本市場の国際競争力を上げることには重大な意義がある。こうすることで、海外投資家と（会計）報告書使用者にとって、中国企業の会計報告書がよりわかりやすいものとなり、中国企業が海外上場の報告表を再編するコストを削減することが出来る。会計の透明度を上げることで、企業の真価が市場で発見・認可されやすくなり、市場でのコストや各種リスクを低下させるのである。プライスウォーターハウス・パーソンズ（Pricewaterhouse Coopers、アメリカのコンサルティング会社）は、二〇〇一年一月に発行した「不透明指数」の調査研究報告において、一つの国家（地区）の透明度とその資本コストの間には、透明度が高いほど資本コストは低いと言う直接的な関係がある、と発表した。

### （三）多様な金融資本市場の建設と深化

多様な金融資本市場建設は、未来の中国資本市場の優れた点の一つになるだろう。二〇〇三年一月一日、中国共産党の第一六期三中全会（中国共産党第一六期中央委員会第三回全体会議）が『社会主義市場経済体制の整備に関する若干の問題についての決議』の中で、「多様な資本市場システムの構築が、資本構成を整備し、資本市場の生産物を豊富にする」とすでに指摘した。二〇〇四年一月、国務院は『資本市場改革開放推進における若干の問題についての決議』の中で、多様な資本事情システム構築の要求を提出した。二〇〇五年一月一日に通過した『中国共産党中央、国民経済と社会発展の第一次五カ年規格制定に関する提案』は、多様な資本市場の概念を多様な資本市場システムにまでさらに拡大、これからの五年の中で、金融体制改革の速度を速め、積極的に株式および債券など資本市場を發展させ、制度を作り基礎を固め、多様な市場システムを構築することを明確に示した。この変化は、金融市場資源配置の中で資本市場の基礎的役割が強まったことと、資本市場が多様な金融市場システムに向けて邁進するという發展趨勢を反映したものである。多様な金融市場システムは多くの角度（観点）から理解されうる。

第一に金融市場の構成の中で、「十一五」期間には、資本市場・貨幣市場・保険市場・為替市場・先物市場・金融派生商品市場を含む中国の多様な金融市場システムが大きく發展する必要があるということだ。資本市場の積極的發展、新たな取引方式の創出、中小企業ボードの形成・創業企業市場の創設、証券会社株式譲渡代行システム<sup>20</sup>の整備を行なう。貨幣市場・資本市場・保険市場・為替市場・先物市場の協調的發展をさせ、金融資産が異なる段階で金融市場の秩序だった流動を促進し、良好な相互作用を形成、金融業發展最中の銀行業の偏った發展の不公平状態を改善するなどの必要がある。直接的融資ルート<sup>21</sup>の拡大や資本市場の整備、証券業・信託業・保険業・リース業などの發展に尽力し、活発な市場から幸せな社会を作り、余剰のある機関（投資家）から不足している機関（生産者）へと流れる資金となって、実際の經濟發展を強力に支持する調和のとれた健全で効率の良い金融システムとなるのである。

第二に、金融市場を多様化するために、異なるタイプの融資者の要求を満たす必要がある。金融資源社会化は、一種の趨勢だ。我々は社会の金融に対する異なるタイプ・異なる段階の需要を満たし、金融資源を獲得することで、社会のより広く、より深い範囲に向けて広げなければならない。元からある国有金融機関をメインの金融システムとし、地方や中小・民間の企業サービスを改革していかねばならない。多様な金融市場システムの中の次第に前進するメカニズムと次第に後退するメカニズムおよび分担（分業）するメカニズムを作り、融資・投資・蓄積・消費などの方面で異なる要求をもつ異なる社会主体をも満足させる必要がある。

第三に、金融手段構造や金融資産取引場所および取引方法から、一步一步多元化の方向に向けて発展し、銀行・証券・保険・信託など多種の金融機関で、元来ある業務を基盤として経営範囲を広め、積極的に新しい金融商品を開発する。債券市場・株式市場・金融派生商品市場を大いに発展させ、伝統的証券化・資産証券化・金融派生商品など、多種多様な証券化形態を資本市場において共存させる。現物取引と空売り構造・場内および場外取引・主板（メインボード）市場・創業板（GEM）市場・三板市場・財産権取引市場・公開市場・私募（非公募）市場など、多様な資本市場システムが共存・発展の態勢にあるため、多様化した信用手段・リスクや収益性・安全性・便宜性などさまざまな性質の金融資産が構造上合理的に組み合わせられている。それゆえ、多様な金融市場システムは、一種金融市場構造・金融市場要求の多様化・金融手段構造・金融資産取引場所・取引方法など、多方面における様々な状態が共存する金融構造と発展パターンであると考えることができる。

多様な金融市場システムの構築は、多くの制度を設置することと関わる。同時に、法治環境・政府監督管理・金融市場自体の自己改良などの多くのシステムに協調する。

現在、中小企業ボードが壮大になり、中関村株の譲渡試行が少しずつ完全になるに従い、我が国の多様な資本市場

は始めての雛型（モデル）となった。中国資本市場は創業企業の発展を積極的に探求し、異なる成長段階にある企業に対し、相応しい段階にある資本市場のサービスと後押しをする。同時に、創業企業市場と相互補充の本土リスク投資産業の発展を推し進める。中国金融先物取引所の成立に従い、中国の金融派生商品市場は起航（開始され）、資本市場の深度と複雑さからすると、それは資本市場発展の歴史の中のひとつの新しい転機であり、我が国資本市場が緩やかに成熟の道を進み、国際市場と基準を合わせる重要な指標でもある。

このほかに、中国債券市場を強化することは、「十一五」規画期間（二〇〇六―二〇一〇年）の重要目標である。世界のその他の主要な資本市場と比較して、わが国の社債市場は非常に弱く、GDPの一・二%しか占めていない。債権融資が企業外部融資に占める割合は1%で、銀行貸付の八五%からは程遠い。統計によると、現在わが国の企業債（社債）規模は、わが国記入市場のたった四%を占めるのみである。二〇〇六年にわが国の社債規模がGDPの比重に占める割合は、たった一・四%で、アメリカの四〇%、韓国の一七%の足元にも及ばない。國務院の協力の下、関係部門はわが国の社債と企業債の発行審査制度を改革している。社債の発展は、中国証券監督管理委員会の二〇〇七年主要事業内容（活動内容）の一つとなった。二〇〇七年一月には第三次全国金融事業会議が開かれ、中国で長年採用されてきた社債と企業債の発行がひとつの部門で審査される制度を変えることができた。社債の発行は、以前の国家計画委員会から現在の国家發展改革委員会に引き継がれ、ずっと監督管理されてきた。今後、社債の監督管理は、国家發展改革委員会から中国証券監督管理委員会に譲渡され、国家發展改革委員会は大型国有企業および国家固定資産投資の事業債（別称…「企業債」）と中国証券監督管理委員会が監督・管理する「社債」とを区別する。六月二二日、中国証券監督管理委員会は「公司債権（社債）発行の試行方法」を完成、社会に公開して意見を求めた。これは、証券監督管理部門が主導する社債発行の基本的な操作の枠組みが、すでに出来上がっていることを示している。試行

の初期段階においては、試行する会社は上海・深セン証券取引所に上場している会社および海外市場外資株を発行する国内の株式会社限定される。様々な兆候が示すように、社債市場を進展させることは、株式保有配置改革の後の中国資本市場の重要な任務となっている。

ひとつの国家資本市場の整備および発達度合いは、この国家の金融監督・管理制度が整備されているかどうかということと切っても切れない関係にある。昨今の金融監督・管理方式の趨勢として、資本市場に対して統一された管理監督を行っている。金融産業構造は「銀行業」「金融投資業」「保険業」の三つに分けられる。従って、斬新な金融競争構造時代を切り開き、資本市場統一監督管理は、銀行と保険を除く各金融分野において統一した監督・管理をすることを目的としている。最終的なねらいは、金融業全体の競争力を上げることおよび、消費者・投資家の利益の全面的保護であり、世界金融との一体化へ挑戦する。現在、日本・イギリス・ドイツ・オーストラリア・その他数多くの経済協力開発機関 (Organization for Economic Co-operation and Development, OECD) 加盟国も、統一された金融監督管理方式を採用している。中国金融資本市場の未来発展の趨勢もまた、銀証兼営かもしれない。そういった法律交差地帯の商品を、投資家または消費者に安心して取引させるために、投資家または消費者の最終的な利益を十分に保障し、中国の資本市場全体の競争力を上げることで、長期的に見て、金融監督管理方式もまた銀行・証券・保険等多くの主管部門間の混業監督管理または、業務を基準とした(組織の性質を基準としない)監督管理の方向性で転換と整理・統合を行なう。中国も金融法体系全体の大改革を迎えるだろう。しかし、これは着実な発展の過程である。現在のところ、中国資本市場はまだ非常に初期の段階にある。夢があるからといって、早期の過剰な大型金融改革展開を望むべきではなく、ゆつくりと進むしかない。最先端の金融手段操作と資本市場の統一された監督管理様式が大きく展開するのは、市場・監督管理層・投資家等がより深く熟知・認識した後にする必要がある。わが国の証券市場は、

「經濟転換」の背景の下で、石橋をたたいて渡るが如く少しずつ探求・実験・發展してきた「新興市場」である。証券市場には、すでにその他の市場で發展中に一般的に起こりうる問題があり、わが国特有の問題もある。さらに我々の経験・知識および市場規律認識の不足などが原因で、わが国証券市場の發展には多くの紆余曲折があり、他の国・地域よりもより大きな困難と圧力に直面するだろう。一国の發展にとっても重要な要素の一つは、その国の民族文化と性格である。世界で完全に同じ国などひとつもない。中国資本市場は、国際化・グローバル化に向けた過程で、十分に冷静さを保ちながら、中国人は本土資本市場で自身が直面する問題を自らの知恵で解決することができると信じている必要がある。

(注)

- (1) 復旦大学法学院副教授・法学博士・金融学ポストドクトラル。住所・上海市邯郸路一二一〇号復旦大学法学院 郵便番号：200433 携帯電話：86-13917356952 E-mail：xuhingyanam@163.com (本文は著者が責任主宰した二〇〇五年度国家社会科学基金事業：「資本市場法律問題研究—多元証券化を中心として」段階的研究の成果である)
- (2) 参考：貝多広、陳徳兵、朱曉莉「わが国資本市場参与者分析およびその政策に対する提案」、『經濟理論と經濟管理』二〇〇四年第一二期掲載
- (3) 参考：Lawrence S. Ritter, William L. Silber (著)、『Principles of Money, Banking, and Financial Markets』武漢大学管理学院国際金融教研室訳、上海翻訳出版公司一九九〇年出版
- (4) Joseph E. Stiglitz (著)、『経済学』(上巻) 高鴻業等校訳、中国人民大学出版社一九九七年出版、第一六頁
- (5) John M. Wachowicz Jr., James C. Van Horne (著)、『Fundamentals of Financial Management (現代企業財務管理)』

(第一〇版) 郭浩・徐琳訳、経済科学出版社一九九八年出版、第五七六頁

(6) 参考：『The New Palgrave Dictionary』、経済科学出版社一九九六年版、第三四八頁

(7) 李揚、王国剛(著)・・『中国資本市場の育成と発展』、经济管理出版社一九九一年版、第一六頁

(8) 「ホットマネー」は、投機的目的であるため、有効資本ではなく、資本市場で利益を得たあとにはすぐに立ち去る。それゆえ、資本市場はホットマネーが無くなったことによつて突如あいた穴を、時を移さずに塞ぐことは難しい。

(9) 国際貨幣基金組織に準じ、貨幣の流動性の相違に基づいて、異なる段階の貨幣概念を区別した。M0(現金)・・は、銀行システム以外において流通する現金で、住民の手中にある現金と企業単位の準備金で商業銀行の手元保有資金は含まない。M1(狭義の貨幣)・・は、M0プラス商業銀行の普通預金(要求払預金)で構成される。この種の貨幣にはとても強い流動性があり、いつでも用いて支払いが出来るので、第一の段階とされる。M2(広義の貨幣)・・は、M1プラス準貨幣で構成される。準貨幣は銀行の定期預金・貯蓄預金・外貨預金および支払い保証手形(引受手形)や短期国債などの各種短期の信用手段などで構成される。一般的に言つて、定期預金や貯蓄預金はいつでも支払い可能なわけではないので、その流動性は少し劣る。

(10) 株権分割制度は、中国株式市場の特殊な歴史的背景と発展過程の中で、A株市場の上場企業内部で二種類の異なる性質の株券が普遍的に形成されてきたこと、および、「同じ株に異なる権利・同じ株に異なる利益と異なる価格」という奇妙な市場制度が形成された結果である。具体的に言えば、「同じ株に異なる権利」とは、中国内地の株式市場では、社会一般流通株上場取引は市場総量の三分の一までしか占めることを許さず、残りの三分の二は国家株と法人株で、それは暫定的には市場で流通しない。国家株・法人株と社会公衆株の株式見積方法は異なる

る（前者は純資産により計算し、後者は市場価格により計算する）。国家株。法人株の非流通大株主は社会公衆の価格よりも低い株価を獲得する。よつて、流通株株主は、比較的高いコストで株を取得することになる。従つて、表面的には平等な配当構造のもと、実際は非流通株株主が流通株株主よりも高い収益を得るといふ状態となつた。すなわち、同等の資金を投資しても、異なる収益を得るといふことになり、流通株株主の実利を損なつた。リスクは主に…1. 非流通株大株主が上場企業を支配するので、株式を上場流通できないだけでなく、市価見積通りに出来なため、非上場企業の待遇を受ける。これでは、大株主と経営者がともに株価に関心を持たず、発行・増発で出た利益は無料の昼食であり、市価と純資産との差額で出た利益は家賃であつた。純資産最大化の目標は利潤最大化の目標へと変わり、上場企業持ち株株主の管理行為は深刻で、捻じ曲がったものとなつた。これによつて、株主利益の衝突が起こつた。2. WTO加盟後、我が国証券市場が国際市場の基準に順調にあわせるために、このこと（株券分裂）が障害となるだけでなく、市場公平の原則を充分に体现できないため、資本市場価格メカニズムの機能（働き）と資源配置適正化機能の正常な働きに悪影響を及ぼす。株式市場の秩序だつた発展とその運行構造の整備にもまた、影響を及ぼす。中国株式市場のこういつた点はその他のどんな市場の特色ある国情ともこととなり、中国証券市場の主な制度的欠陥でもある。

(11) 一九五三年から一九五七年、一九五八年から一九六二年「二五」計画。

(12) 証券法の改定後、中国で登記された外資系企業は、その他国内資本企業と同じような歴史的なチャンスにめぐりあつた。中国国内登記の企業は、上場において商務部関係の外資手続きの履行以外では、国内資本企業と同じである。一方で、全流通条件の下、中外合資企業または外国単独資本企業株式の売却・外貨換算撤退のルートはすでに開れている。《外国人投資家の上場企業への戦略的投資に関する管理方法》は、海外戦略投資家がA株市場

を通して、所持している上場企業株を譲渡する場合、証券清算会社の証明を取得後、上場企業が所在地を登録した外貨局に申請を出す、と規定している。このようにして外資方の最大の懸念を解決した。外資系企業からすれば、これによって、中小のボードにおける上場選抜をより適切に実行しうるだろう。

- (13) 管理層（中国証券監督管理委員会）はすでに〈国外中国資本の持ち株上場企業の国内第一回公開株式発行試行方法（草案）〉（以下、〈試行方法〉とする）を起草し、一部証券会社と討議も行っている。書類によると、香港上場の中資持株会社は、管理層によってレッドチップ（中国資本が三五％以上）回帰の試行範囲として列挙されている。「試行方法」は、レッドチップ企業は国内第一回公開株式発行に申請するには、四つの条件を満たす必要があると規定している。…香港証券市場で株式がすでに一年以上取引があること…株式の市価が二億香港ドル以上であること…過去三年（会計年度）以内に累積純利益が一〇億香港ドル以上…五〇％以上の経営性資産が中国国内にある、または五〇％以上の利益の出所（ソース）が国内業務によるものであること。

- (14) 第二回米中戦略経済対話は二〇〇七年五月二日～三日、ワシントンにて行なわれた。
- (15) QFII（適格国外機関投資家、Qualified Foreign Institutional Investors）は、合格した（適格とみなされた）海外投資家の制度である。簡単に説明すれば、一国の資本市場制限の対外的開放である。一部の国家と地域、特に新興市場経済の国家と地域において、貨幣が完全には自由に交換できず、全ての資本プロジェクトが開放されていないため、外資介入は証券市場にマイナスの影響を与える可能性がある。QFII制度は規制を設けつつ外資を引き入れ、資本市場を開放する過渡的制度で、主に管理層が外資介入（進入進行）の中で必要な制限と引率をする。これにより、中国の経済発展と証券市場の発展に適応させ、外来資本が中国経済独立性に与える影響を制御し、外国投資性遊資が本国経済に与える影響を抑制、資本市場の国際化推進、資本市場の健全な発展を促進

する。この種の制度では、国外投資家が一国の証券市場に進出するとき、一定の条件をクリアしその国の関係官庁の審査許可を得る必要があるので、外資流入（進入進行）をある程度制限することができる。制限の内容は主に・資格条件・投資登記・投資額・投資方向（対象）・投資範囲・資金の入金と送金の規制などである。このような条件を満たした外国機関投資家には許可が必要で、一定の規定と制限のもとで、厳格な監督管理の専門口座を通してのみ、我が国の証券市場に投資できるのである。

(16) IOSCOは証券監督管理領域の最も重要な国際組織で、一九八三年に設置、現在は二〇〇〇ほど（そのうち一一三の正式会員が「多国間覚書（MOU）」に署名申請できる）の機関がメンバーとなっており、世界の九九％の資本市場を監督管理している。本部はスペインのマドリッド。専門的国際組織として、IOSCOは近年、証券監督管理の国際標準と多角的協力協議の制定と拡張に尽力してきた。その中で、「多国間覚書（MOU）」の制定と実施は、その戦略任務のひとつである。国際証券監督管理の協力関係を強化し、国際的違法違反行為をなくすために、IOSCOは二〇〇五年五月の審議で「多国間覚書（MOU）」を通過させた。すべての加入メンバー機関に対し（法執行官庁の協力の下）・・

- (1) 証券・派生商品取引関連の資金・資産記録および実際の支配者などの情報を得る権利を有する
  - (2) 外国監督管理機関に上述の資料を提供する権利を有する
  - (3) 基本的に自己志願で、個人陳述を得たり、強制したりする権利を有する
- 外国監督管理機関がインサイダー取引・市場操作・虚偽陳述およびその他の証券詐欺行為または操縦行為を監視するため、市場における取引に関する情報等を、必要に応じて相互に提供する。
- (4) 関係する情報の保存および秘密保持を遵守する。

などの規定がある。

「多国間覚書（MOU）」の効力および影響力を確保するため、二〇〇五年五月IOSCOはすべての会員に二〇〇一年一月一日までに「多国間覚書（MOU）」に署名することを求めた。一九九八年以来、中国証券監會（中国証券監督委員會）は連続十年間IOSCOの執行委員を務め、「多国間覚書（MOU）」の制定と拡張を支えてきた。四年にわたる深い研究と綿密な準備を行った上で、中国証券監會は二〇〇六年二月初めに申請を提出、二〇〇七年四月一日に正式署名をした。たった四ヶ月間で大事な任務を達成したのである。現在、七割のメンバーが申請を提出、中国国内でも四一の面パーが加入の批准を受けている。その他一五メンバーが法律上の問題により、「多国間覚書（MOU）」付録のB名簿に名を連ねることができないでいる。

(17) 日本国際フォーラム「東アジア経済共同体構想と日本の役割」（要約）、三一―三二ページ

(18) 中国株式保有配置改革が成功した主な要因のひとつには、政府と市場の関係が適正に処理されたことである。

(19) 二〇〇六年二月一日、財政部は一項の基本準則と三八項の具体準則と関連応用指南（ガイド）からなる新企業会計準則システムを発表した。その中で新会計準則は、二〇〇七年一月一日から上場企業で執行され、その他企業においても執行が奨励されている。このたび發布された企業会計準則システムは、国際慣例との同調を実現しており、比較的科学的に整備された会計要素の確認・計量・報告を基準としたシステムを作り上げた。総合的にいえば、これはわが国の会計を透明かし、わが国の資本市場国際競争力を高めるためにも重要な意義をもつ。

(20) 周小川は「十一」期間の金融体制改革の道を提出。CCTV国際（二〇〇五年一月二日〇九・一一）

<http://news.cctv.com/news/financial/inland/20051121/100302.shtml>

（法学部教授 郷田正萬訳）