

中国の株式市場及び日中市場の流動性比較*

一橋大学 国際・公共政策大学院

公共経済プログラム 2年

范婧 (Fan Jing)

* 本稿は、一橋大学国際・公共政策大学院公共経済プログラムにおけるコンサルティング・プロジェクトの最終報告書として、受入機関である日本証券経済研究所に提出するものです。本稿の内容は、すべて筆者の個人的見解であり、受入機関の見解を示すものではありません。

目次

はじめに	3
第一章 中国の株式市場	4
1-1. 証券市場の歴史	4
1-2. 市場構造	6
1-3. 証券取引所	14
1-4. 売買仕法	23
1-5. 上場企業	27
1-6. 投資家	28
1-7. デスクロージャー	30
1-8. 税制	33
第二章 日中株式市場の流動性比較	33
2-1. 流動性について	33
2-2. モデル	35
2-3. データについて	37
2-4. 推計結果	41
2-5. 実証結果の解釈	42
おわりに	44
参考文献	45

はじめに

金融の自由化やグローバル化が進んだ結果、内外の発行企業・投資家は各国の株式市場を比較してその時々状況に応じて最も有利な市場を選択することが可能になっている。

このような状況の下で、各国は競って市場の整備と再編を積極的に進んでいる。

ひと口株式市場といっても、世界各国の市場の仕組みは様々であり、売買の執行や価格決定のルール、そして仲介者の役割などの市場形態は異なる。現在、価格形成システムには、競争売買システム、マーケットメーカーシステム、及びスペシャリストシステムがある。競争売買システムは、特定の場所に集中された売買の注文を、所定の優先原則に従ってマッチングさせ執行するものである。マーケットメーカーシステムは、マーケットメーカーが自己勘定で売買注文の価格を提示し、投資家から注文を誘い込み、取引を約定させようとするものである。以上両者の折衷的システムはスペシャリストシステムであり、一定の優先原則に従って売買をマッチングさせるとしながら、注文が買いか売りのいずれに偏った場合、取引所はマーケットメーカーとして売るか買いに向かう義務を負っている。今回の研究対象となる東京証券取引所（以下東証）や上海証券取引所（以下上証）は競争売買システムを採用している。

取引所の主要な目的は、効率的で低コストの執行サービスを提供するという点であると考える。今回のレポートは、第一章で中国の証券市場（上証を中心とする）に関する最近の動向を調査し、さらに第二章で「市場流動性」の側面から日中市場の比較を行う。流動性を比較することに当たって、Kyle(1985)で示された「Kyleの λ （市場流動性メジャー）」

を利用する。 λ は株価変化の売買高に対する感応性を示すパラメータであり、市場の流動性が高いときには相対的に小さくなると考えられる。なお、今回の分析において、 λ が日中株式市場の流動性を比較する際、機能するかどうかを検証することに重点をおきたい。Kyle モデルそのものの自体を検証することではない。

第一章 中国の株式市場

1-1. 証券市場の歴史

中国の証券市場は1891年、証券業を営む外国商社が「上海股份公所」を設立したことが起源となる。1905年、英国商人は上海で「上海衆業公所」を設立、外国企業が中国や極東で発行した株式や債券の取引を専門として、その後、「上海股份公所」を吸収した。中国商人による証券売買は、辛亥革命（1911年）以後盛んになり、1914年「上海股份商業公会」が設立された。その後、全国各地で「交易所」（取引所）が相次ぎ設立され、ピーク時は上海地域だけでも140箇所以上が設けられたという。1929年「交易所法」の施行により、上海における国内証券の取引は「華商証券交易所」一箇所に集中することになった。中華人民共和国成立後、遊休貨幣資本の集積のために、「北京市証券交易所」や「天津市証券交易所」を設立したが、中央集権的計画経済体制への移行に伴い、1952年まですべての証券取引が停止され、取引所も閉鎖された。

中国の証券市場が再開されたのは1981年である。1978年以降、財政赤字が年々拡大して

きたことを背景に、政府の資金不足を緩和するため「国庫券」と呼ばれる国債が発行されたが、国民に強制的に購入を義務付けるもので、流通も禁じられていた。1982年、中国国際信託投資公司（CITIC）が円建私募債を東京で発行、中国政府機関の海外市場での資金調達の道を拓いた。

1984年、国有企業に株式制度が導入され、北京天橋百貨店株式会社株式発行を始め、中国は本格的な株式時代を迎える。一方、1988年から国庫券の譲渡が認められ、その取引のため、瀋陽、上海、武漢、重慶、ハルビン、北京など、相次ぎに店頭市場が開設された。さらに、「上海証券交易所」は社会主義国初の本格的な証券取引所として、1990年に開業した。その後、「シンセン証券交易所」も設立された。国債売買の全国システムであるSTAQS (Securities Trading Automated Quotation System) と NETS (National Electric Trading System) が導入され、証券市場の枠組みが整っていった。

1991年上海真空電子部品株式会社が、中国初の外国人投資家向けの株式（B株）を発行し、翌年上海証券取引所に上場されたことで、海外からの株式投資が可能になった。国有企業の株式会社化は1992年以降にますます加速し、また、1993年の青島ビールを初めとして、中国企業は香港市場への上場を果たした。2009年6月末現在、153の中国企業が香港市場に上場している。さらに、国内企業の海外市場への上場も推進され、ニューヨーク、ロンドン、シンガポールなど海外取引所に上場する中国企業も増えつつある。

1-2. 市場構造

(1) 発行市場

① 会社設立と株式発行

中国初の会社法「中華人民共和国公司（会社）法」が1994年7月から施行され、現時点3回にわたって改正が行われた。その中2005年の改正が立法以来最大となっている。それに基づき、有限責任会社と株式会社（股份有限公司）二つの形態が認められている。ただし、国の授権投資機構または国の授権機関が株主となる場合は単独出資が可能となっている。

株式会社の設立時は2名以上の発起人が必要とされ、大きく発起設立と募集設立に分類される。会社設立時に発起人が会社の発行する株式のすべてを引き受けるのが発起設立で、発起人が35%を下回らない額を引き受け、残りを公募する場合は公募設立と呼ぶ。株式会社の最低登録資本金は500万円である。

また、券面に記載された額面を下回る価格での発行は禁じられている。上場企業の株式の額面が1人民元に統一されている。自社株の保有は、減資による株式の消却あるいは自社株を保有するその他の会社と合併する場合を除き、禁止されている。自社株を獲得した場合は10日以内に株式を消却し、登記変更と公告を行わなければならない。

中国の株式市場においては、株式は一般的に売買が可能な流通株と譲渡が制限されている非流通株に分類できる。流通株は、売買が行われる市場によって、国内一般投資家向け

に人民元建てで取引を行う A 株と海外投資家及び外貨を保有する国内投資家向けに外貨建てで取引を行う B 株に分類される。さらに、海外市場に上場されている国内企業の株式はその上場市場によって、H 株（香港）、N 株（米国）、L 株（ロンドン）、S 株（シンガポール）などと呼ばれる。また、2001 年、それまで外国人投資家にしか認められていなかった B 株の売買が、国内投資家に対して解禁された。B 株の取引については、上海において米ドル、シンセンにおいて香港ドルで取引される。

表 1.1 2005 年会社設立及び株式制度に関する会社法の改正

改正経緯	
立法	1993 年 12 月 29 日
第 1 回改正	1999 年 12 月 25 日
第 2 回改正	2004 年 8 月 28 日
第 3 回改正	2005 年 10 月 27 日
立法以来最大の改正 ⇒ 新会社法	
改正趣旨	
投資促進、規定緩和	
当事者の意思自治	
ガバナンス強化と少数株主保護	
新制度導入（一人有限会社、法人格否認説、株主代表訴訟など）	
改正内容	
設立投資規制の緩和	
一人有限会社制度の導入	
法人格否認制度の導入	
少数株主の利益保護	
コーポレート・ガバナンスの強化	

出所)「中華人民共和国公司法」

②増資

登録資本の増加または減少、会社の分割・合併・解散、会社形態の変更に当たって、株主総会において3分の2以上の株主の承認が必要である。株主総会の承認決議を経て、取締役会は国务院の授権機関または省級人民政府の認可を申請しなければならない。株式を公募する場合、CSRC（中国证券监督管理委员会）の認可が必要となる。

株主割当増資に当たっては、94年9月に発行された「公司法に規定される上場企業の増資に関する通知」に基づき、以下表1.3にまとめることができる。

表 1.2 新規株の発行条件

新株の発行に当たって、以下の条件を満たさなければならない
①前回発行した株式が全額払い込まれ、かつ1年以上経過していること。
②直近3事業年度において連続して利益を計上し、利益配当が可能であること。
③直近3事業年度において財務諸表に虚偽の記載がないこと。
④会社の予想する利益率が同時期の銀行の預金金利に達していること。

出所)「中華人民共和国公司法」

表 1.3 株主割当増資の条件

①調達資金の用途が国家の産業政策に沿うものであること。
②前回の株式の発行・払い込みが登記所に記載されてから12ヶ月が経過していること。
③直近3事業年度において連続して利益を計上し、純資産純利益率が平均10%以上であること（エネルギー、素材、公共事業除き）。
④過去3年間の財務諸表に虚偽の記載がないこと。
⑤資金調達後の純資産・予想税引き後利益率が同時期の銀行金利を下回らないこと。
⑥増資の対象となるのは普通株に限ること。
⑦増資により発行する株式数は増資直前の発行済株式総数の30%を越えないこと。

出所)「公司法に規定される上場企業の増資に関する通知」

③決算・配当

決済においては、中華人民共和国会計法では、会計年度は1月1日から12月31日までの1年間とし、人民元で行うことが規定されている。公司法に基づいて、会社は毎事業年度の税引き後利益から(a)10%を法定公積金、(b)5%から10%を法定公益準備金として登録資本金の50%まで積み立てなければならない。会社が欠損金を抱えている場合、まず欠損金を処理してから法定準備金の積み立てに充てる。また、株主総会の承認を得た上で、任意準備金を積み立てることが認められている。欠損の処理と準備金の積み立てを行った後の余剰金から配当が可能である。

上場企業は決算終了後、30日以内に株主総会を開催し、決算報告、予算報告、利益処分について承認を受ける必要がある。株主総会が承認するまで、配当の額は決定しない。また、株主総会が1回で終了しない場合、配当が決定するまで相当の日数を要することもある。配当はA株、B株とも人民元で発表される。為替レートについては、各企業で決定されたレートあるいは株主総会翌日における中国人民銀行の公表したレートが用いられる。

④資金調達動向

2009年6月末現在、上海、シンセン両取引所に上場している企業はA株、B株合わせて1625社に達する。2008年末時点、A株の新規発行及び増資によって調達された資金は3535億円で、ピークの2007年には7898億円の資金が株式市場に通じて調達された。また、実質的な所有者が大陸の中央・地方政府機関やその関連企業が香港市場に上場するケースも多くあり、現時点153社が上場を果たしている。特に、上海市場の時価総額はアジアにお

いて東京市場に次ぐ第 2 位であり、世界では第 7 位となっている。資金供給面では、先進国の市場並みの機能を持ちつつある。

証券取引所が開設された以来、資金調達額が 92、93 年に急速な拡大を見せた。しかし、投資家の育成が追いつかないまま、需給バランスが崩れ、その後の株価低迷が続いた。96 年に入ってから、上海やシンセン政府が上場企業に対する政策的支援を発表したことや同年 5 月政策金利の引き下げが行われたことで、株式市場は再び活性化し、資金調達も拡大基調に転じた。しかし、アジア金融危機以降、香港や東京市場の低迷を受け、海外における企業の資金調達活動がほぼ中断された。このような状況に対し、大型国有企業の資金調達は、国内の A 株市場に集中されるようになってきた。2001 年、非流通株解消が試験的行われたが、株価の急落を招いた。それと同時に、B 株市場を国内投資家に開放され、A 株市場を適格の外国人投資家に開放された。外貨流入を促進するため、海外の証券会社や銀行が中国の株式を買える制度を作った。2005 年、中国証券監督管理委員会が非流通株解消に乗り出し、株式市場改革を実施したが、株式市場が低迷した。

2006 年、適格国内機関投資家 QDII 制度が創設され、一定の基準を満たす金融機関に域外投資を認めた。また、新株発行再開や非流通株の 3 段階解消計画を打ち出すなど、政策的柔軟な姿勢を見せた。それによって、2006 年中国の株式市場が飛躍的發展を果たした。その勢いは北京オリンピックをおさえた 2007 年にますます加速し、株式市場は空前の好調となり、国内だけで 7898 億元の資金調達が行われた。しかし、2008 年 2 月、中国証券監督管理委員会は上場企業の増資に対し資金の需給を崩す懸念を表明したことや、5 月に四川大地震、世界的金融不安、さらに 9 月に株価急落懸念から新規株式公開停止の影響を受け、2008

年の資金調達額はピーク時の 2007 年の半分に止まった。

一方、B 株については、1998 年から現在に至るまで、資金調達の場としてほとんど機能していない。

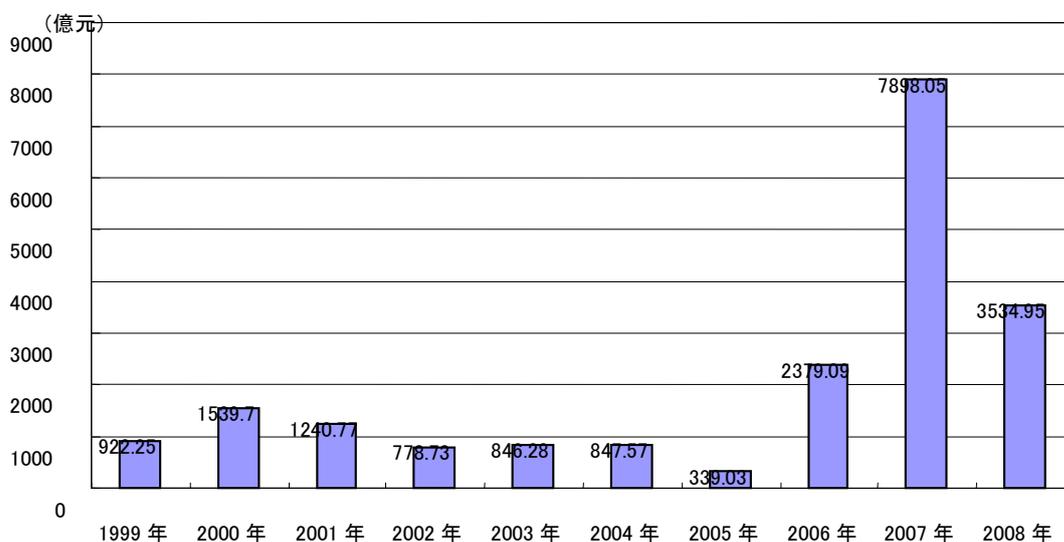
表 1.4 国内株式市場を通じた企業の資金調達動向

(億円)

	合計	A 株		B 株			
		新規発行	増資	新規発行	増資		
1999 年	925.81	922.25	581.26	340.99	3.56	1.9	1.66
2000 年	1552.98	1539.7	813.58	726.12	13.28	13.28	0
2001 年	1240.78	1240.77	575.15	665.62	0	0	0
2002 年	778.73	778.73	515.95	262.78	0	0	0
2003 年	846.28	846.28	472.42	373.86	0	0	0
2004 年	877.79	847.57	378.28	469.29	30.22	0	30.22
2005 年	339.03	339.03	57.63	281.4	0	0	0
2006 年	2379.09	2379.09	1341.68	1037.41	0	0	0
2007 年	7898.05	7898.05	4809.85	3088.2	0	0	0
2008 年	3534.95	3534.95	1034.38	2500.57	0	0	0
2009 年 1-6 月	878.49	878.49	0	878.49	0	0	0

出所) 中国証券監督管理委員会資料により作成

図 1.1 A 株発行による資金調達推移



出所) 中国証券監督管理委員会資料により作成

(2) 流通市場

「証券法」に基づき、上場、取引を許可された株式、社債、及びその他の証券は証券取引所で取引されなければならない。流通株は上海とシンセンの証券取引所で取引される。また、全国数十ヶ所の証券取引センターでも売買注文データの入力が可能である。一方、国家株、法人株は証券取引所に上場されず、譲渡に当たっては当局の認可が必要である。法人株の一部は北京を拠点とする STAQS と NETS と呼ばれる店頭市場にて取引されていたが、商いが極めて小さく、法人株の取引市場としてほとんど機能していないのが現状である。

上海証券取引所は中国最大の証券取引所として、近年急激な成長を見せている。上証により発行された統計データから、中国の株式流通市場の投機的な特徴が見える。2007 末時点、売買回転率は発行済み株式全体で計算すると 214%であり、より実態に近づけるために、売買が可能な流通株だけで計算すると 927%にもある。また、流通株だけで計算した売買回

転率は 2008 年時点 393%まで下がったことが分かる。それにもかかわらず、いずれも世界的に極めた高い水準であり、中国の証券市場は投機的状況にあるといえる。

表 1.5 売買代金と売買回転率の推移

(単位：億元)

	売買代金	売買回転率①	売買回転率②
1999	35992.13	116.36	399.22
2000	49901.47	144.19	449.06
2001	44144.03	75.44	244.27
2002	48527.72	52.46	197.40
2003	82911.56	68.53	250.755
2004	76927.32	81.90	288.71
2005	49774.61	81.20	274.37
2006	91912.32	156.72	541.12
2007	380025.56	214.32	927.19
2008	271842.02	—	392.52

注) 売買回転率①=売買代金/時価総額

売買回転率②=売買代金/流通株のみの時価総額

出所) 上海証券取引所「統計年鑑」、中国証券監督管理委員会「統計年鑑」により作成

中国の株式市場は投機的になる理由は、零細投資家が非常に多く、売買が一方的になりやすいことがよくいわれる。中国では投資家の数を表す数値として、注中管理決済機関である中国証券登記決算公司に開設された口座数が目安となる。2009年7月現在、上海、シンセン両市場合わせて、A株口座数は12943.74万口座、B株口座数は243.23万口座に達しており、そのうち有効口座は11151.47万口座である。ただ、実際には上海、シンセンの両方

に口座を有する投資家がほとんどであることや、新株発行（IPO）の抽選口数を増やすために開設された口座があること、複数の口座を持ちながら投資を行う投資家が多いことから、この数値は投資家数の実態を反映していないとも言える。近年、インサイダー取引や相場操縦などの不正取引が多く摘発されたことや、国有株放出の問題が存在すること、企業再編が頻繁に行われてきたことから、投資家の長期的な視点で投資できず、投機的売買を助長しているといえる。

1-3. 証券取引所

(1) 概況

証券取引所は1999年7月1日に発効した「中華人民共和国証券法」、1997年11月10日に発効した「証券交易所管理弁法」に基づき、国務院によって管理監督される。上海証券取引所は1990年12月19日、シンセン証券取引所は1991年7月3日にそれぞれ開業した。ここでは、中国で最も存在感のある上海証券取引所を中心に、中国の株式市場の概況を見ていく。

上海証券取引所には、2008年末時点でA株、B株、投資基金、国債、社債、ETF、ワラント債が取引されている。銘柄数はそれぞれ、A株854銘柄、B株54銘柄、投資基金13銘柄、ETF3銘柄、ワラント債14銘柄となっている。

業種別の上場株式分布状況は、工業が銘柄数で全体の63%を占めている。一方、上場企

業の地域分布を見ると、2008 年末の上場企業数 864 社のうち 103 社、全体の 12%が上海に本拠を置く企業である。残りの 761 社は上海以外の企業で、その分布は 29 の省・市・自治区にのぼる。上海以外の企業の占める比率は 1991 年末が 13%、1992 年末は 6%に過ぎず、ここ十数年間飛躍的に上昇したことがわかる。また、浙江省や福建省といった近隣諸省ばかりではなく、遼寧省、吉林省など東北地方、内モンゴル、チベット等自治区の企業も上場しており、地域分布に広がりを見せている。全国レベルの証券取引所に育成する中央政府の方針の基づき、地方企業の上場誘致を積極的に進めてきたといえる。

表 1.6 上海証券取引所の概況

	日本	中国
取引所	東京証券取引所	上海証券取引所
取引時間	月曜日～金曜日（除祝祭日） 前場 9：00～11：00 後場 12：30～15：00	月曜日～金曜日（除祝祭日） 前場 9：30～11：30 後場 13：00～15：00
決済日	約定日プラス 3 営業日 T+3	A 株 約定日翌日 B 株 約定日プラス 3 営業日
主要株価指数	TOPIX	上海総合指数
上場企業数 (1 部、2009 年 7 月現在)	1715	865
時価総額 (1 部、2009 年 7 月現在)	305378.164 (十億円)	185352.2 (億元)
年間売買代金	568.54 (十億円)	271842.02 (億元)

出所) 東京証券取引所、上海証券取引所 HP により作成

表 1.7 上場企業数と時価総額

	上場企業数 (社)	時価総額 (億元)
1999	484	14580.47
2000	572	26930.86
2001	646	27590.56
2002	715	25363.72
2003	780	29804.92
2004	837	26014.34
2005	834	23096.13
2006	842	71612.38
2007	860	269838.87
2008	864	97251.91

出所) 上海証券取引所「統計月報」各期より作成

表 1.8 上場企業の地域・業界分布

地区	A 株	A&H 株	A&B 株	B 株	合計	工業	商業	不動産	公共事業	総合	合計
上海	103	6	35	5	149	76	15	12	17	29	149
北京	59	18			77	37	7	3	7	23	77
江蘇	62	3		1	66	46	6	2	4	8	66
浙江	61		1	1	63	39	7		5	12	63
山東	44	3	1		48	31	3	1	4	9	48
広東	30	7			37	20		5	6	6	37
四川	32		1	1	34	25	1		3	5	34
湖北	30	1			31	22	2		5	2	31
福建	28	1			29	19	1		2	7	29
安徽	24	3	1		28	23			2	3	28
遼寧	24		1	1	26	12	2		7	5	26
新疆	21				21	14	1		1	5	21

黒竜江	20		1		21	12	1		2	6	21
河南	19	1			20	18			1	1	20
吉林	19				19	11	3		2	3	19
河北	18				18	16	1			1	18
湖南	18				18	13			2	3	18
天津	12	4	1		17	8	2	1	2	4	17
山西	16				16	14			1	1	16
江西	16	1			16	13			3		16
重慶	14	1			15	8	1		6		15
内モン ゴル	13		1	1	15	13			2		15
陝西	14				14	10				4	14
雲南	12	1			13	10			1	2	13
広西	11				11	7	1		3		11
甘肅	10				10	8	1			1	10
貴州	9				9	9					9
海南	6		1		7	2	1		2	2	7
青海	6				6	6					6
チベッ ト	6				6	2	1		1	2	6
遼夏	4				4	3	1				4
合計	760	50	44	10	864	547	58	24	91	144	864

出所) 上海証券取引所「統計年鑑」2008年版

表 1.9 上海市場の時価総額と国民総生産の推移

年度	GDP	株価時価総額 (全体/億 元)	対 GDP 比 (%)	株価時価総額 (流通株/億 元)	対 GDP 比%)
1990	18668	12.34	0.07	—	—
1991	21782	29.43	0.14	—	—
1992	26924	558.4	2.07	—	—
1993	35334	2206.2	6.24	423.94	1.2
1994	48198	2600.13	5.39	586.96	1.22
1995	60794	2525.66	4.15	587	0.97
1996	71176	5477.81	7.5	1408.75	1.78
1997	78973	9218.06	11.67	2513.47	3.18
1998	84402	10625.91	12.59	2947.44	3.49
1999	89677	14580.47	16.26	4249.69	4.74
2000	99214	26930.86	27.14	8481.33	8.55
2001	109655	27590.56	25.16	8382.11	7.64
2002	120332	25363.72	21.08	7467.3	6.21
2003	135822	29804.92	21.94	8201.14	6.04
2004	159878	26014.34	16.27	7350.88	4.6
2005	183084	23096.13	12.62	6754.61	3.69
2006	210871	71612.38	33.96	16428.33	7.79
2007	246619	269838.87	109.42	64532.17	26.17
2008	300670	97251.91	32.35	32305.91	10.74

出所) 上海証券取引所「統計年鑑」2008年版

(2) 取引所の組織と会員

①組織

上海証券取引所は、会員制の非営利法人である。会員は、一定の条件を備える法人に限られる。会員権取得の資格条件は、

- (a) 中国人民銀行の認可を得て設立された証券業者である、
- (b) 資本金は 1000 万元人民元以上である、
- (c) 証券業の経営によって 2 年連続で利益を計上していること、
- (d) 当該証券会社の組織及び人員が中国人民銀行の規定する条件を満たしていること、
- (e) 取引所定款を守り、60 万人民元以上の会員席料を支払うことなど求められる。

当初、会員権は国内の業者に限定されていたが、93 年以降外国証券会社にも開放された。

2008 年末現在、上証の正式会員数は 109 社、B 株特別会員権を有するのは 106 社、その中の 41 社は海外の証券会社である。

上証では、最高意識決定機関として会員大会が設けられ、その下で日常業務に関する政
策決定機関である理事会、具体的業務を処理する総経理以下の執行機関がある。

会員大会は、取引所定款の制定・改正、理事会理事の選出・罷免、理事会の業務報告の承認、取引所財務・決算報告の承認、会員に対する会員権の剥奪処分に関する審査など取引所の組織及び運営の基本的事項の決定を行う。会員大会は毎年 1 回開催され、会員の 3 分の 2 以上の出席をもって成立する。大会閉会中は理事あるいは会員の 3 分の 2 以上の承認を経て、特別大会を開くことができる。理事会は、会員大会の決議を執行、新会員の加入申請批准、総経理の任命、総経理の提出する業務報告の審査、総経理の提出する予算・

決算案の審査などを主要業務とし、会員大会に対して、責任を負う。上証において、理事会は会員から選出された理事 8 名と非会員理事 3 名、計 11 名で構成される。総経理は会員大会、理事会の決定を受けて具体的業務を処理する執行機関の長であり、対外的には取引所の公式的代表である。業務には、上場、取引、国際、財務、管理、会員などの部が設けられている。

②会員

上証の会員数は 1995 年の 553 社をピークに、連続して減少している。証券会社の林立によって、各社間の競争は激しく、引き受け手数料や売買手数料の水準が非常に低く設定されている。本来は固定手数料であったが、実際に様々な値引きが行われていた。そのため、2002 年からは株式市場の活性化と実態水準に合わせることを目的に上限付自由化に移行した。手数料水準の低迷により資本力の小さい中小証券会社の経営状況は厳しく、上証会員数連続して減少の一因でとなった。

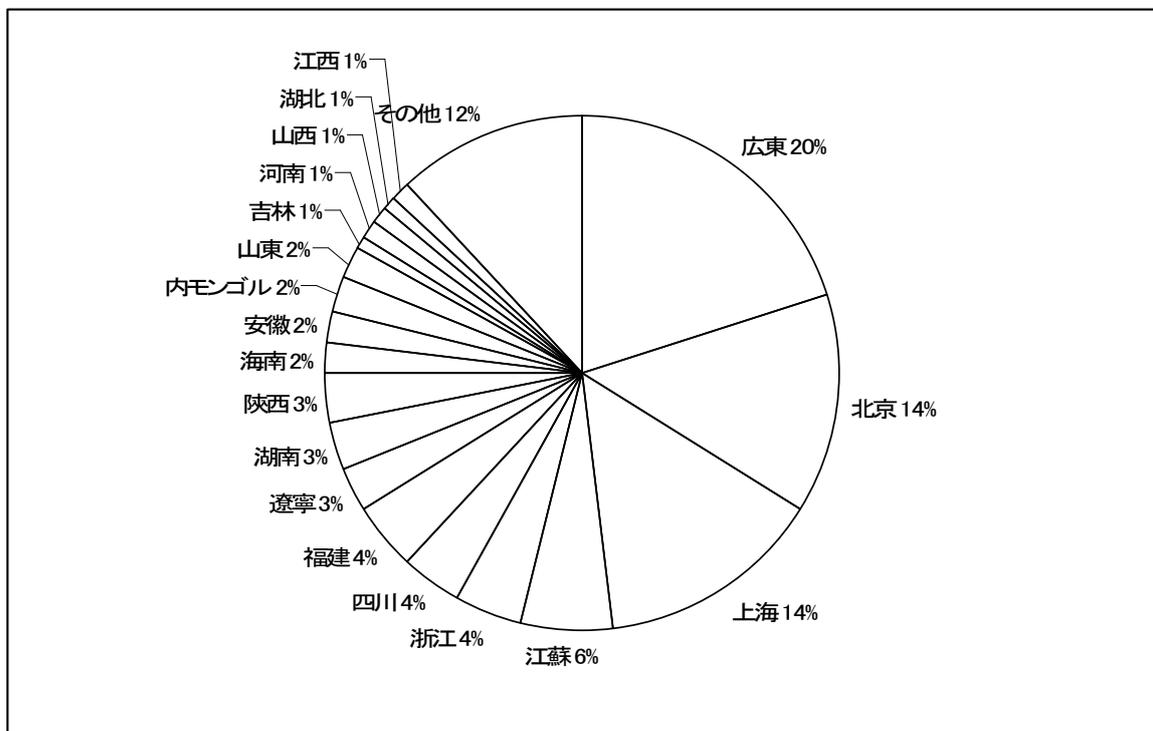
表 1.10 上証会員数の推移

	会員数	外資系会員数
1991	29	—
1992	171	—
1993	481	20
1994	550	53
1995	553	33
1996	523	37
1997	467	37

1998	317	38
1999	309	38
2000	305	40
2001	255	na
2002	199	na
2003	171	na
2004	161	na
2005	152	na
2006	152	na
2007	142	39
2008	109	41

出所) 上海証券取引所「統計年鑑」、「統計月報」、「年次報告書」各年版より作成

図 1.2 会員の地域的分布



出所) 上海証券取引所「統計年鑑」2009年版より作成

表 1.11 2009 年 6 月時点、売買代金上位 10 位の証券会社

順位	証券会社	売買高（百万元）
1	国泰君安証券	1984903.62
2	中国銀河証券	1829897.29
3	申銀万国証券	1627096.24
4	海通証券	1439415.31
5	国信証券	1384749.47
6	招商証券	1203177.92
7	広発証券	1131853.17
8	中信建投証券	1059262.19
9	華泰証券	1046019.17
10	光大証券	1024733.01

出所) 上海証券取引所 HP

2-4. 売買仕法

(1) 取引時間、売買単位及び呼値

上海証券取引所の取引時間、売買単位及び呼値は以下、表 1.12 にまとめている。

表 1.12 取引時間、売買単位及び呼値

取引時間	前場：9：30～11：30 後場：13：00～15：00 土日・祝祭日は休場
売買単位	A 株：100 株以上 100 株単位 B 株：1000 株以上 1000 株単位 売付けは 1 株から可能
呼値	A 株：0.01 人民元 B 株：0.001 米ドル

出所) 上海証券取引所 HP

(2) 値幅制限

1996年12月より、前日引け値から10%を値幅制限とする規定が導入されている。また、特別処理指定銘柄の値幅制限は5%で、特別譲渡銘柄については上限5%で下限はない。

(3) 値付けの方法

価格優先、時間優先の原則が適用される。始値は午前9時15分から25分までに各社の端末を通じて入力された売買注文を自動売買執行システムで板寄せ方式により決定し、9時30分からザラバ方式に移行する。9時25分まで売買注文がない場合、最終取引が行われた営業日の終値が当日の始値となる。

(4) 決済方法

A株が約定日翌日、B株が約定日から起算にして4営業日目(T+3)の受渡となっている。振替決済制度が導入され、上海証券取引所の100%子会社である上海証券中央登記結算会社が株券の集中管理及び決済を行っている。

決済の流れとしては、まず中央振替結算会社に講座を開設する必要がある。約定が成立した場合、証券会社は当日引け後に注文伝票を取引所に送付する。取引所はすべての注文伝票とシステム上の約定データを照合し、翌々営業日の正午までに決済機構のシステムに入力する。約定代金の受渡は3営業日目の正午までに決済銀行を通じて行われる。中央振替結算会社は約定代金の受渡を確認した後、決済口座の名義書換を行う。

(5) 取引にかかる費用

A 株については、委託手数料は 5 人民元以上で約定代金の 0.3%、名義書換料は 1 人民元以上で約定代金 0.1%、口座開設料は個人 40 人民元、法人 400 人民元である。また、印紙税が課され、約定代金の 0.3%である。

表 1.13 取引にかかる費用

	A 株	B 株
口座開設料	個人：40 人民元 法人：400 人民元	個人：19 米ドル 法人：85 米ドル
委託手数料	約定代金の 0.3%	海外代理商によって異なる。
振替決済手数料	約定代金の 0.1%	約定代金の 0.05%
印紙税	約定代金の 0.3%	約定代金の 0.3%
名義書換料	約定代金の 0.1%	額面金額×0.1%/5.5

出所)上海証券取引所「上海証券市場」

(6) 取引停止、上場廃止、特別処理

①取引停止

株主総会の当日は 1 日、定時報告（決算発表など）、臨時報告の当日は半日（午前中）、取引を停止する。他に、マスコミで会社に関する情報が発表され、株価に大きな影響を与えると取引所が判断した場合、また株価が大幅に上昇、下落した場合は株式の取引を停止し、会社が正式な公告を行ってから取引を再開する。

②上場廃止基準

証券法、公司法に基づき、

- a、資本総額、株主構成などが上場基準を満たさなくなった場合
- b、企業が規定通りに財務報告を行わなかったり、会計報告に虚偽の記載があった場合
- c、重大な違法行為を犯した場合
- d、過去3事業年度で連続して純損失を計上した場合、

当該会社の株式の上場を廃止する。

③特別処理

- a、直近の事業年度を含む2期の会計監査で連続して純損失を計上した場合、
- b、直近事業年度の会計監査で一株当たり純資産が株式の額面を下回る場合、
- c、自然災害などにより生産施設が損害を受けたために生産活動が中止され、3ヶ月以内に再開が困難な場合
- d、その他会社の事業環境が大幅に変化する要因が発生した場合、

会計監査報告書を受領してから2営業日以内に取引所に書面で報告しなければならない。

取引所はその報告を受け、必要であればCSRCの判断の下で、当該企業の株式を特別銘柄に指定する。

特別処理銘柄となった場合、

- a、他の株式や金融商品と区別して取引状況を発表する
- b、株式の値幅制限を前日比上下5%とする

c、中間決算についても会計監査を義務付ける。

などの処置を下す。

④特別譲渡

上場企業は 3 年連続で赤字を計上した場合、株式の上場は停止される。株式上場停止期間内、取引所及び関係会員は、毎週金曜日（法定休日除く）に、投資家に対し「特別譲渡」のサービスを提供する。

2-5. 上場企業

①上場基準

株式会社の証券取引所への上場は「中華人民共和国証券法」、「株式の発行及び取引管理暫定条例」、「中華人民共和国公司法」、B 株の発行・上場に関しては「中国国内に上場する株式会社の外資株に関する規定」が、国有企業の海外での株式公開については「株式会社の海外株式募集及び上場に関する特別規定」が規定している。

表 1.14

株式会社の上場申請に当たる条件	
①	国务院証券委員会、CSRC の承認を得て株式が公開発行されていること
②	払い込み資本金が 5000 万人民元以上であること
③	設立から 3 年以上経過し、直近 3 事業年度連続して利益を計上していること。 ただし、国有企業の組織変更に伴い株式会社が設立される場合は、プロフォルマ・ベースで換算する。
④	額面 1000 人民元以上の株式を保有する株主が 1000 人、一般株主に対して発行する株式数は発行済み株式総数の 25%を下回らない。払込資本金が 4 億人民元を超える株式会社の場合は、発行済み株式総数の 15%以上でも可
⑤	過去 3 年以内に法規違反を犯したことがなく、財務諸表に虚偽の記載がないこと
⑥	取引所会員 1 名から 2 名の推薦があること。
⑦	国家機関が公布した法律、法規や規則を満たす条件を備えている

出所) 上海証券取引所「上海証券市場」

表 1.15 時価総額上位 10 社

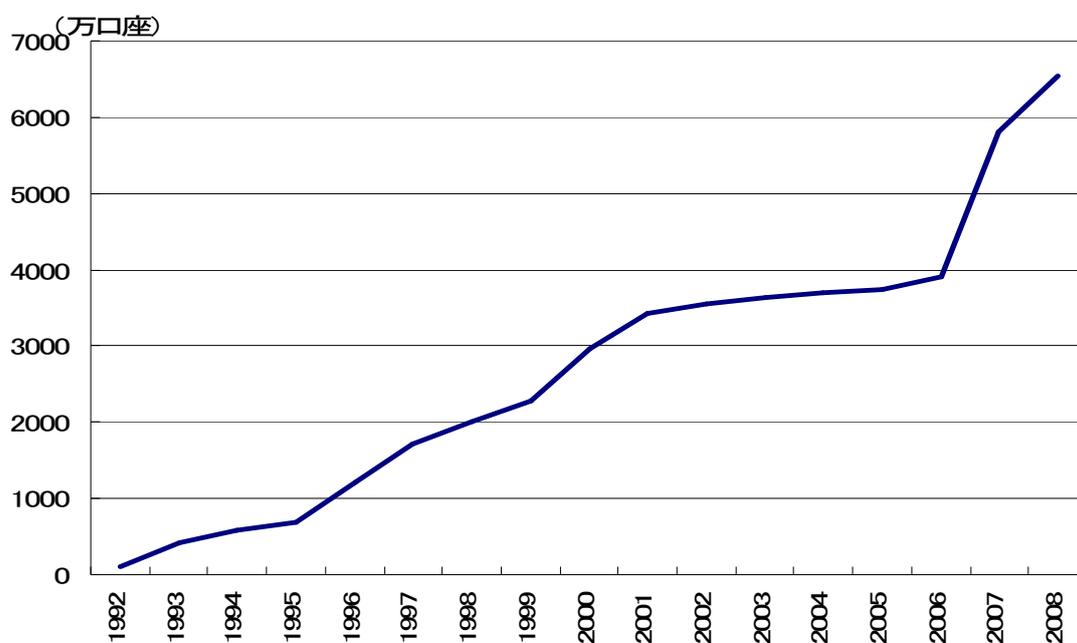
順位	コード	銘柄	市場全体に占める割合%
1	601857	中国石油	18.58
2	601398	工商銀行	7.56
3	600028	中国石化	6.07
4	601624	中国人寿	4.47
5	601988	中国銀行	4.36
6	601088	中国神華	4.01
7	601318	中国平安	1.88
8	600036	招商銀行	1.77
9	601328	交通銀行	1.50
10	601601	中国太保	1.41

出所) 上海証券取引所「統計月報」2008 年 12 月

2-6. 投資家

株式の取引に当たって、中央振替決算会社に口座を開設する必要があるため、投資家の動向はある程度把握できる。株式投資を行う投資家は 2008 年末で 6542.6 万人に達している。そのうち 99.5%が個人名義によるものである。

図 1.3 投資家口座数累積推移



出所) 上海証券取引所「統計年鑑」2008 年版

中国国内において、運用できる金融商品は限られている。また、企業、銀行、保険会社などの株式運用は厳しく制限されているにもかかわらず、株式市場には市場規模と比べ、過剰ともいえる資金が流れ続けている。一方、企業の収益性は小さく、その結果、市場は

高 PER、経済や企業のファンダメンタルズと乖離した動きをしがちである。個別銘柄においては、企業リストラの噂、マクロでは株式市場に関する管理監督、政策などに大きく左右される市場とされている。

2-8. デスクロージャー

(1) 情報開示

これまで、「株式の発行及び取引管理暫定条例」、「股份有限公司規範意見」、「上市規則」などが大筋において情報公開義務を定義しているほか、決算公告の様式など CSRC が随時、通達を発表してきた。法律に基づいた規制体系を整備するため、1999 年 7 月 1 日から「証券法」が実施された。

「上市規則」でも明記されているように、上場会社は取締役会に秘書を設置しなければならず、証券管理当局や株主、投資家を結ぶ連絡事項に対し責任を負う。

公開情報は中間報告書、年度報告、臨時報告に分けられ、国務院証券管理監督機構及び証券取引所に提出しなければならない。国務院証券管理監督機構は上記の報告を監督し、重大な違法行為などがあった場合、即座に公告する。証券取引所は国務院証券管理監督機構からの授権に基づいて行動する。情報公開は以下にまとめる。

(1) 中間報告

会計年度の上半期が終了後、60 日以内に中間報告書を作成し、その概要を公告する。

(2) 年度報告書

会計年度が終了後 120 日以内に年度報告書を作成し、その概要を公告する。

B 株の発行企業は中国の会計基準で決算を作成し、全国紙に公告することに加え、香港で認められている会計原則に準じた決算報告書を作成し、海外で出版されている新聞に公告を出さなければならない。

(3) 臨時報告書

以下の状況が発生した場合、即座に国務院証券管理監督機構及び証券取引所に報告し、一般に公告する。

(a) 会社の経営方針及び経営範囲の重大な変化

(b) 会社の重大な投資行為及び重大な財産購入決定

(c) 会社が重要な契約を結び、当契約が会社の資産、負債、権益及び業績に重大な影響を与える可能性がある

(d) 会社に多額の債務が発生し、或は多額の負債を期限内に返済できず、契約違反が発生した場合

(e) 重大な損失発生、或は純資産の 10%を超える重大な損失が発生

(f) 会社の生産経営の外部状況に重大な変化が起こった場合

(g) 会社の課長、3 分の 1 の取締役或は総経理が交代する場合

(h) 会社の 5%以上の株式を保有する株主の保有状況に比較的大きな変化が起きた場合

(i) 会社が減資、合併、分離、解散及び破産を申請する決定を下した場合

(j) 会社に関する重大な訴訟が発生し、裁判所が法律に基づいて株主総会、取締役会の決議を解消する場合

(2) 企業買収

上場企業の買収は公開買付あるいは協議買収の方式が採用される。証券取引所を通じて、

投資家が上場企業の発行済み株式の 5%を獲得する際に、当該事実が発生した日から 3 日以内に公務員証券監督管理機構と証券取引所に書面で報告し、当該上場会社にも通知し公告する。上記規定期間内に当該上場企業の株式を取引してはならない。

投資家が証券取引所を通して証券取引を行い、上場会社の発行済み株式の 30%を保有し、さらに当該株式を購入し続ける場合、法律に基づいて当該上場会社の株主全員に公開買付の趣意書を発行しなければならない。ただし、個人が上場企業の流通株の 0.5%を超えて株式を保有する場合、上場企業は CSRC の同意を得た上で、その購入価格あるいは時価のいずれか低い方の価格で株式を買い戻すことができる。

買収者は国務院証券監督管理機構と証券取引所に買収報告を提出してから 15 日以内に、公開買付趣意書を公告する。公開買付期間は 30 日を下回ることがなく、かつ 60 日を越えてはならない。公開買付の期間が終了し、買収者が相手企業の発行済み株式総数の 75%を保有した場合、当該会社の上場は廃止される。

協議買収を採用する場合、協議は成立してから、買収者は 3 日以内に当該買収協議を国務院証券監督管理機構と証券取引所に書面で報告し、公告する。公告する前に買収協議を履行してはならない。

上場企業買収行為の中で国家授権投資機構が保有する株式に関与する場合、国務院の規定に従い、関係部門の許可が必要とする。

(3) インサイダー取引規制

「証券法」はインサイダー情報について、「証券取引活動の中で、会社の経営、財務に係る、あるいは当該証券の市場価格に重大な影響を与える未公開の情報」と定義されている。インサイダー情報が入手可能な個人は保有する該当会社の証券を取引してはならない。当該情報を他人に告知、あるいは他人に当該証券を売買するアドバイスを与えてはならない。下記の個人は、インサイダー情報の入手可能な個人と定められている。

- 1、証券を発行する会社の取締役、監事、総経理、副経理及び高級管理人員
- 2、会社の株式を 5%以上保有する株主
- 3、持ち株会社の高級管理人員
- 4、証券監督管理機構の人員及び法定の職責で証券取引を管理するその他の人員

インサイダー取引や証券の偽造、市場操作、虚偽の流布などに対しては、処罰も盛り込まれており、インサイダー取引に対して保有する株式と利益の没収、違法所得の倍以上 5 倍以下の罰金を課すこととなっている。犯罪が成立する場合、法律に基づいて刑事責任が追及される。

2-9. 税制

(1) 配当課税

1980年9月に公布された「個人所得税法」及び1992年6月に国家税務総局が公布した「株式制試行企業の徴税に係る問題に関する暫定規定」によると、株式制試行企業が個人に分配する現金配当に関しては20%の所得税が源泉徴収されることになっている。また、1997

年に国家税務総局は利益準備金の取り崩しによる株式分割は所得であり、課税の対象となる見解を示している。

(2) 印紙税

現在、中国で株式を売買する際、買い手と売り手にそれぞれ 0.3%の印紙税が課されている。1991-97 年の間においても税率は 0.3%であったが、株式市場の過熱が問題とされたため、1997 年 5 月に 0.5%に引き上げられ、株式市場が低迷すると 1998 年 6 月には 0.4%、2001 年 11 月に 0.2%に引き下げられたことがある。このように、印紙税の税率は過去、株式市場への政策手段として活用され上下してきた。

第二章 日中株式市場の流動性比較

2-1. 流動性について

ここでは、流動性について定義する。

流動性の高い市場とは「大きな価格変動を伴わずに、短時間でより大量の取引が執行可能な市場」と定義する。市場の流動性を測る際には、①スプレッド(幅)、②デプス¹(厚み)、③即時性²、④価格調整の速やかさ³の 4 つの指標がよく使われる。

¹ depth

² immediacy

³ resiliency

- ① スプレッドとは、売値と買値の差のことで、マーケットメーカーの出す売り気配と買い気配の価格差のことを指す。これは投資家の往復売買にかかる最低限のコストを示す指標である。アメリカではスプレッドの構成要素についての実証分析が行われ、スプレッドは3つのコスト、業務管理運営費、在庫コスト（在庫の価格変動リスク）、逆選択リスク（マーケットがまだ知らない情報を持つ投資家との取引から被る損失）を反映したものだと考えられ、流動性が高いほどスプレッドが小さくなる。
- ② デプスとは、マーケットメーカーのいる取引システムで、マーケットメーカーが気配価格で取引に応じてもいいと考えている数量のことである。一方、指値注文のシステムで、ブック上の最良価格での指値注文量はデプスである。日本では「板の厚み」という表現はよく用いられる。しかし、市場の厚みに関する指標は直接提供されないことがほとんどで、その推測に工夫する必要がある。
- ③ 即時性は発注者のニーズが短時間のうち満たされるかどうかを測る指標である。マーケットメーカーのいないシステムに比べると、マーケットメーカーがいて注文の反対側に立てる売買システムでは執行時間が縮まる。しかし、執行はいくら速くても、注文のマーケットインパクトが大きければ、投資家は注文を出すことを躊躇するであろう。したがって、スプレッドとデプス及び即時性は互いに影響しあう関係であることがわかる。流動性を比較するためには総合的な判断が必要である。
- ④ 価格調整の速やかさとは、一時的な注文の不均衡をどれだけ早く解消し、妥当な価格水準に収束するかという概念である。例えば、新しい情報が市場に伝わったとき、価格がこの情報を反映した水準に変化するまでの時間と考えることができる。

2-2. モデル

ここでは使用するモデルについて述べる。

最近、株式売買高の価格へのインパクトを測るモデルとしては、しばしば気配スプレッドが使われる。気配スプレッドは買値 (Bid) と売値 (Ask) の差額のひろがり (Spread) をいう。ビッドアスクスプレッドが大きくひろがるのは、あまり売買のない銘柄であることが多いためビッドアスクスプレッドは株の流動性を図る指標として使用できるとされる。しかし、そういった分析においては取引毎のティックデータが必要となるため、制約が大きい。データの制約を配慮し、本調査で使うモデルについて、Kyle[1984]で提示された流動性モデルを参考したい。そのメリットとしては、日中両市場について、株価と売買代金の日次データが簡単に入手できること、モデルから市場流動性の大きさが直感でわかることと考えている。

株価の売買高に関する感応性 λ は、株価 P を売買高 Q で次式により線形回帰したときの係数として推定できる。

$$P_t = P_{t-1} + \lambda Q_t + e_t \quad (3.1)$$

λ が低いほど同一の売買高をより小さい株価変化で吸収できることから、上式において λ が低いほど、市場の流動性が高いといえる。

しかし、実際のデータを使用して推定する際、Kyle[1984]モデルをそのまま使うことには問題がある。第 1 は、株価変化の絶対水準を使用することによる問題である。同じ 100 円の変化であっても、株価水準が 1000 円のとくと 10000 円のととは異なる。10000 円のとときのほうがより少ない売買高で 100 円の株価変化が生じると考えられる。第 2 に、株価

変化は売買高と相関を持つと考えられるが、必ずしも線形関係にはないといわれることである⁴。第1の点について、被説明変数を株価水準から株価変動率⁵に変えることで改善を図る。第2の点について、売買高の代わりに、売買代金を利用することとする。データとの整合性を配慮して上、株価変動率、売買代金について対数変形をした対数株価変動率、対数売買代金を使うこととした。実際のデータを使って分析する際、上海、東京市場のそれぞれに対し、次式(3.2)のとおりで回帰係数を求める。

$$\ln |r_{i,t}| = \lambda_i \ln Q_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.2)$$

$r_{i,t}$ は i 市場の日次株価変動率であり、その対数絶対値を被説明変数とし、説明変数 $\ln Q_{i,t}$ は i 市場の対数売買代金の対数であり、 λ_i を求めることにする。日中市場の売買代金については、それぞれの取引日において、中国人民銀行によって発表された為替レートで人民元に統一している。

上式では、 λ_i は日次対数投資収益率の対数売買高に対する感応性を示し、 λ_i が小さいほど売買高の変化に対し株式価格の変化が小さい。つまり、この市場で売買注はマーケットにインパクトを与えず執行でき、流動性が高いといえる。逆に、 λ_i が大きいほど、売買注文に対し、株式価格が大きく、流動性の低い市場であることがわかる。

モデル自身の信頼性の問題も考えられるが、その上、本来、市場流動性を測るには、取引毎に売買代金の株価へのインパクトを計測すべきであるが、このようなティックデータは入手不可能のため、日次データを代替的に使用している。また、上海証券取引所の情報

⁴ 大村・宇野[1998]「株価と売買高」に参照

⁵ 株価変動率 = (本日株価 - 前日株価) / 前日株価

開示上の理由で、分析期間は 2006 年から 2008 年の 3 年間となっており、それらは本分析の限界と考えるべきである。

2-3. データについて

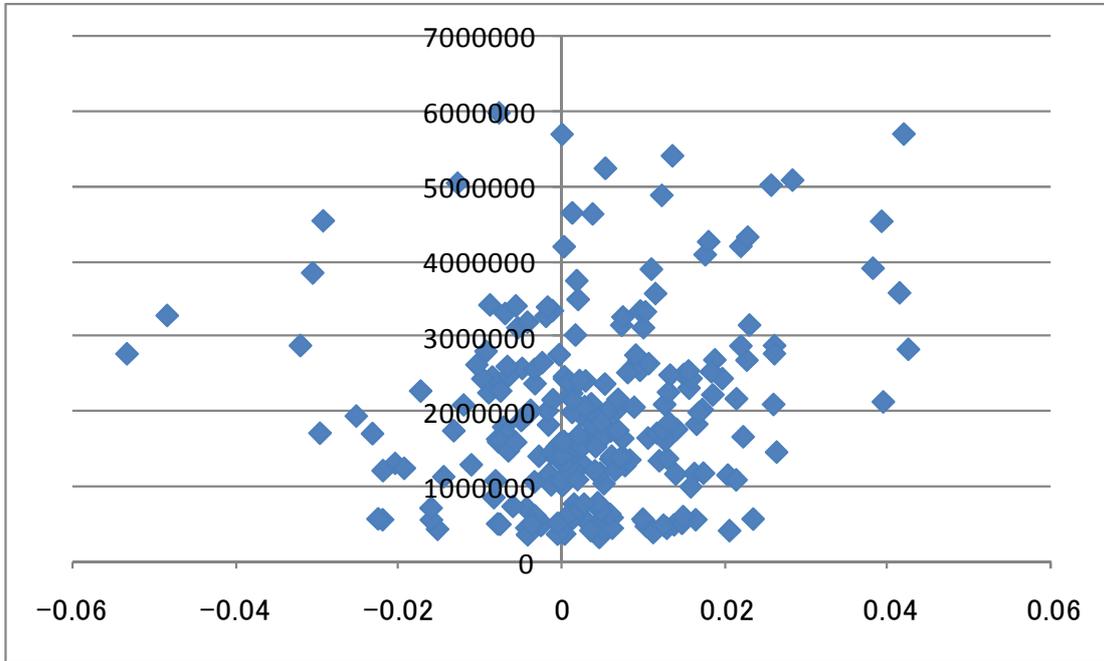
株価を示すデータとして、上海市場については、最も代表的な上証総合指数（SSE）、東京市場については TOPIX 終値の日次データを使用する。売買代金もそれぞれの日次データを使用する。分析期間はデータの制限があるため、2006 年 1 月から 2008 年 12 月までとし、1 年ごとに推定する。

表 2.1 採用データ及びその出所

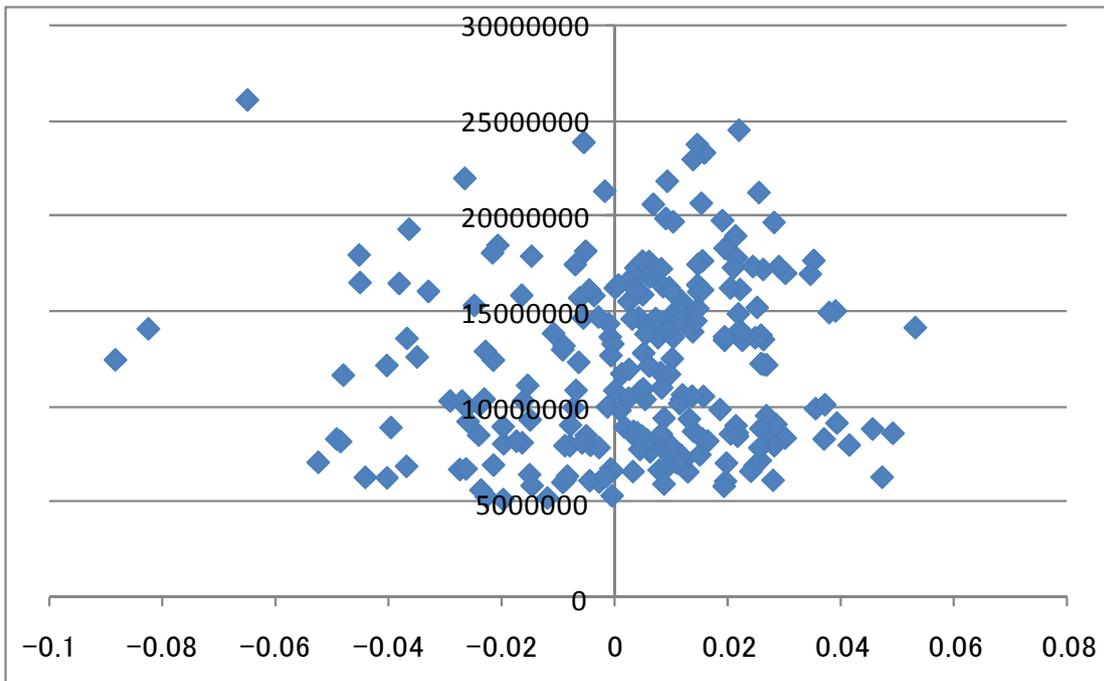
市場	採用データ	出所
上海	上証総合指数 (SSE)	上海証券取引所 HP http://www.sse.com.cn/sseportal/ps/zhs/home.html
	売買高	上海証券取引所「統計月報」各期
東京	TOPIX	東京証券取引所 HP http://www.tse.or.jp/
	売買高	東京証券取引所「東証統計月報」各期 日経 NEEDS

図 2.1 データの散布図

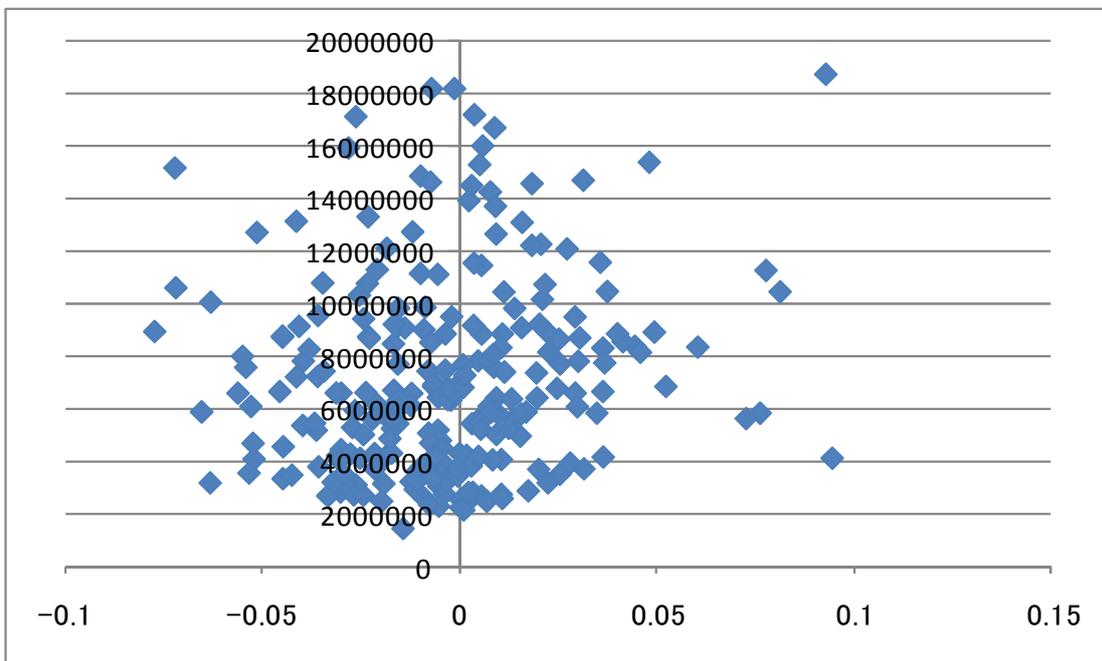
a, SSE (2006 年)



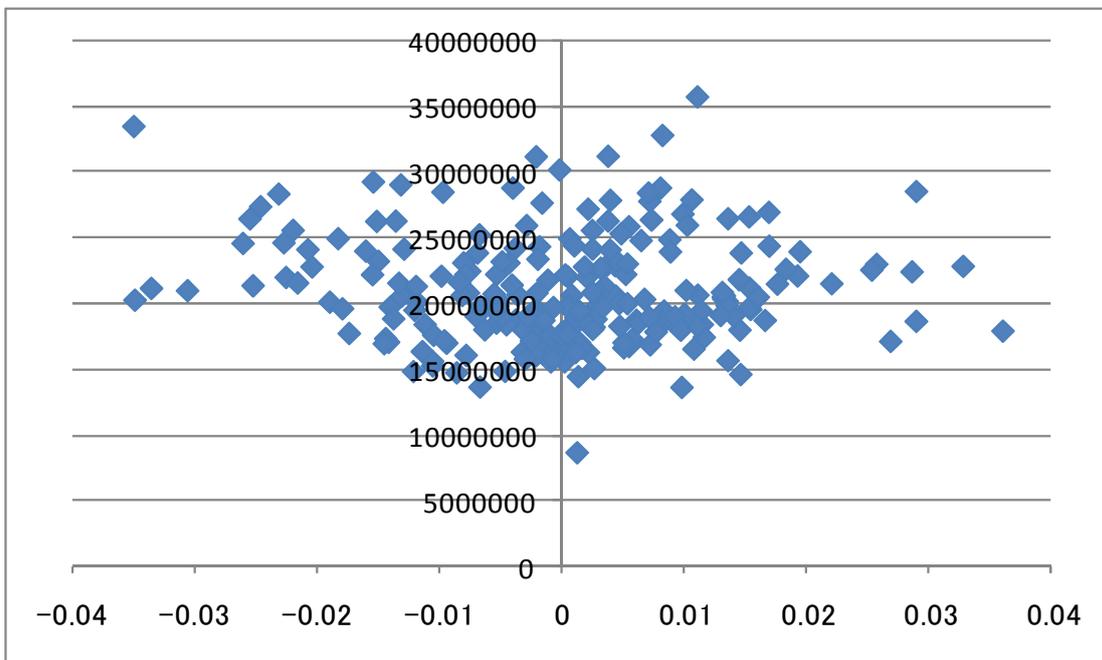
b, SSE (2007 年)



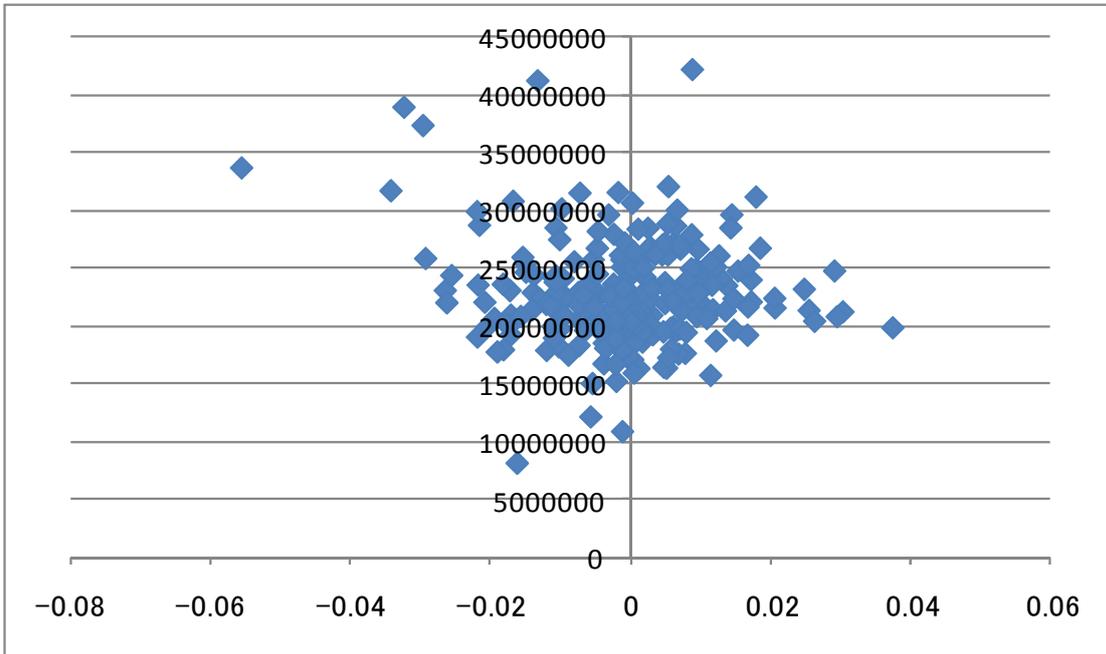
c, SSE (2008 年)



d, TOPIX (2006 年)



e, TOPIX (2007 年)



f, TOPIX (2008 年)

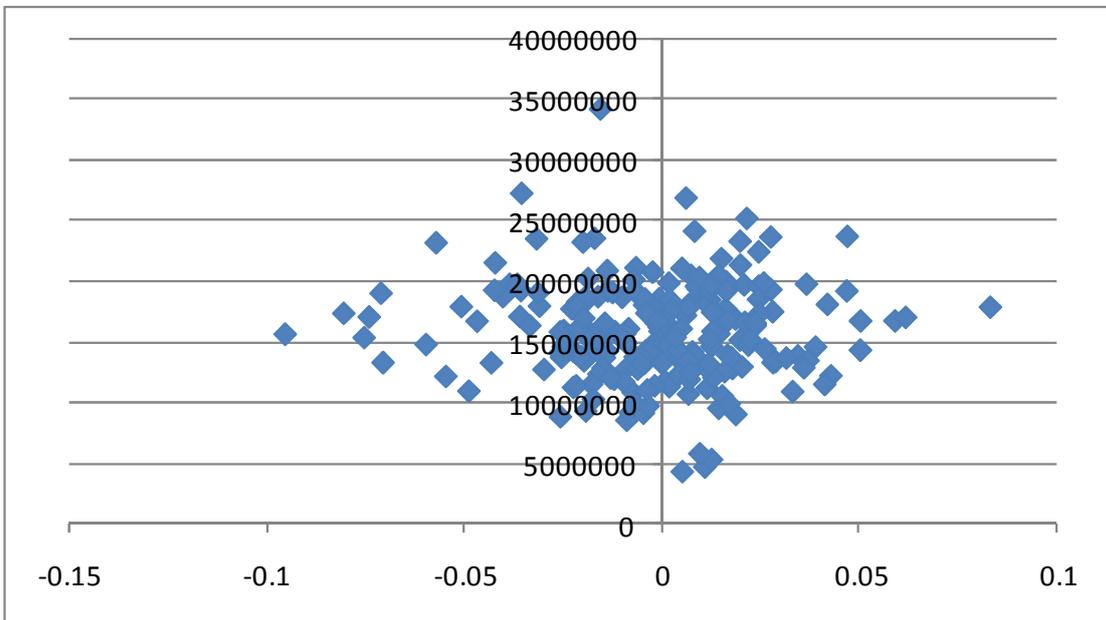
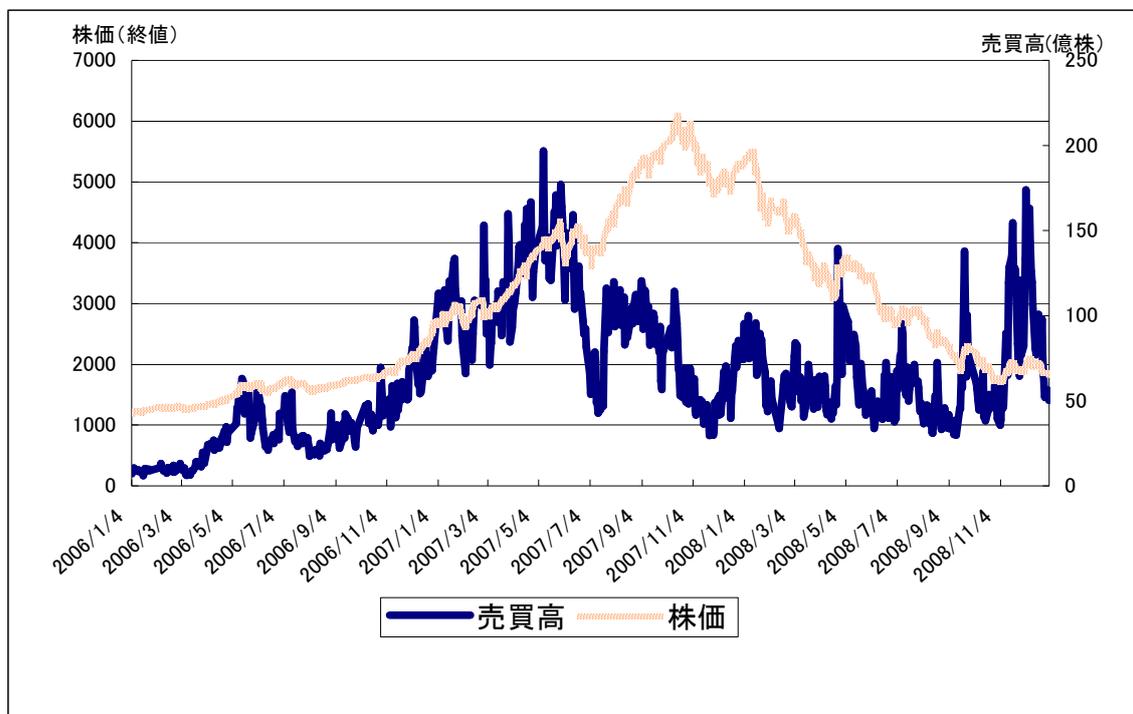


図 2.2 上証総合指数と売買高の推移



出所) 上海証券取引所「統計月報」より作成

2-4. 分析結果

モデル 3.2 のもとで、東京と上海両市場に対する分析の結果は表 2.1 のとおりである。分析の期間は 2006 年、2007 年、2008 年の三年間としたが、その中 2007 年は上海市場に対して有意な結果を得られなかった。また、株式市場の流動性を示す指標 λ について、2006 年と 2008 年において上海市場のほうが小さい数値を得られた。それは、この 2 年間においては、東京市場と比べ、上海市場のほうの流動性が高かったを示す結果となった。

表 2.1 分析結果

年度	上海				
	取引日数	最高値	最低値	λ	決定係数
2006	241 日	2698.90	1161.91	0.34 **	0.03
2007	242 日	6124.04	2541.53	0.03	0.00
2008	246 日	5522.78	1664.93	0.35 **	0.03
年度	東京				
	取引日数	最高値	最低値	λ	決定係数
2006	248 日	1783.72	1439.00	1.56 **	0.06
2007	245 日	1823.89	1417.47	0.00 **	0.03
2008	245 日	1461.31	721.53	0.44 *	0.01

注) **は 1%有意水準、*は 10%有意水準を示す。

2-5. 実証結果の解釈

上海証券取引所における情報開示の都合により、今回の分析期間を 2006 年から 2008 年の 3 年間とした。この 3 年間、上海市場が前例のない飛躍的な発展を見せた。上海市場の時価総額で見れば、2006 年末時点、2005 年末に比べ約 310%急成長した。さらに、2007 年末では、前年の 2006 年より約 377%の拡大を果たした。株式市場の時価総額が GDP に占める割合は 10%未満から一躍 26%まで拡大した。世界的に見ても高い水準といえる。一方、2008 年に世界同時不況の影響を受け、時価総額は 3 分の 1 以下に縮小した。そのように激変していた上海市場において、なぜ極めて高い市場流動性を有したのか。それについて、3 つの側面から検討したいと思う。

(1) 株式取引手数料

第一章にも述べたように、中国の株式市場において、各証券会社間の競争が厳しく、株式取引手数料は極めて低い水準に抑えてきた。取引手数料の低下は、必然的に株式投資家層の広がりや株式の取引頻度を速まらせ、株価形成を企業にパフォーマンスにより敏感に反応させるはずである。同時に、取引手数料の低下は投資家のノイズ的取引や投機的取引を助長し、株式市場の流動性を必要以上に上昇させることが考えられる。

(2) 情報の非対称性

株式市場においては、情報トレーダーとノイズトレーダーが同時に存在する。情報を持つ投資家グループは比較的正確な情報や分析に基づいて取引を行うのに対し、確かな情報を持たない投資家グループはノイズ情報に基づいて取引を繰り返したり、盲目的、追従的に取引を行ったりすることが考えられる。このとき、情報トレーダーは長期的な予測や投資戦略を重視し、流動性には過度な貢献をしないが、非情報トレーダーは短期のポジションを取らざるをえず、流動性を必要以上に重視するはずである。それは、前述した上海市場の売買回転率の高さと整合的であるといえる。歴史的に見れば、市場のバブル化がほとんど流動性と投機性の高い市場から発生することから、上海市場の過熱化を警戒すべきであろう。

(3) 投資家保護制度

2005年に行われた公司法改正では、一般投資家や少数株主を保護するための規定は大きな割合を占めた。株主の有限責任制度、議決権保護、経営者の経営責任や情報開示の強化

が進められ、インサイダー取引に関する規制を充実させた。それらの政策は投資家に株式取引の安心感を与え、流動性の寄与に決定的な役割を果たしている。つまり、近年の株式関連諸制度の強化は市場参加者の増加、株式保有の分散化と株式取引の活発化を促進する形で株式市場の流動性向上に大きく貢献したと考える。

おわりに

本調査研究では、上海証券取引所を中心とする中国の証券市場に関する最近の動向を調査し、さらに「市場流動性」の側面から日中市場の比較を行うことを目的とした。中国市場の概況は、歴史、市場構造、関連法律、税制などの側面から見てきた。また、流動性を比較することに当たって、Kyle[1984]で示された「Kyleの λ （市場流動性メジャー）」を利用することとしたが、モデル自体の改善を図るため、株式投資収益率や売買高に対し、対数変換したデータで回帰分析することを試みた。データの収集に当たって、上海市場の情報開示など諸制約があったが、2006年から2008年の計3年間の流動性指標を算出することができた。上海市場が飛躍的な発展を見せた時期でもあり、日本市場より高い流動性が観測された。その理由は、上海市場において株式取引の手数料が低いこと、ノイズトレーダーが大量に存在していること、そして2005年に施行された新会社法が投資家保護を強化したことに流動性に貢献したと結論を付けた。

(以上)

参考文献

『図説中国・香港の証券市場』(1994) 日本証券経済研究所

『図説アジアの証券市場』(2004) 日本証券経済研究所

『図説日本の証券市場』(2008) 日本証券経済研究所

齊藤誠「高度化した資本市場におけるリスクと流動性」『フィナンシャル・レビュー』1999年6月号

齊藤誠(2002)『金融技術の考え方・使い方——リスクと流動性の経済分析』 有斐閣

菅祥哉(1999)「株式市場における流動性の計測について」 『証券』1999年9月号

首藤恵(1994)「アジア株式市場のミクロ構造分析：株式市場と市場組織」 『三田商学研究』第37巻第1号

大村敬一・宇野淳(1999)「流動性とマイクロストラクチャー要因」『証券アナリストジャーナル』1999年4月号

大村敬一・宇野淳(1998)「株価と売買高」『早稲田商学』第376号

大村敬一・宇野淳(1998)『株式市場のマイクロストラクチャー』 日本経済新聞社

北岡他(2008)『Eviewsで学ぶ実証分析入門』 日本評論社

翟林瑜(2001)「企業資産と株式市場の流動性に対する一考査」

「フィルタリングと変分法を用いた Kyle モデルの分析」『経済論叢』2003年10月号

『東証統計月報』2006～2008年各期 東京証券取引所

Ananth M., Market microstructure: A survey(2000)

Reto F., Equity Market Microstructure (2008)

O' Hara, Market Microstructure Theory, Blackwell Publishers (1996)

Cheng Kenneth Xu, The microstructure of the Chinese stock market (2000)

(中国語文献)

李東方 (2007) 『証券法』 清華大学出版

『統計月報』『統計年鑑』『上海証券市場』 2000~2009 年各期 上海証券交易所

『統計月報』『統計年鑑』 2000~2009 年各期 中国証券監督管理委員会

(参考ホームページ)

上海証券交易所 <http://www.sse.com.cn>

シンセン証券交易所 <http://www.szse.cn>

東京証券取引所 <http://www.tse.or.jp>

中国証券監督管理委員会 <http://www.csrc.gov.cn>

中証指数有限公司 <http://www.csindex.com.cn>

中国人民銀行 <http://www.pbc.gov.cn/>