

中国証券当局による個人投資家離れ対策



野村資本市場研究所 北京首席代表

関根 栄一

■ 1. 個人投資家離れ対策の背景

(1) 個人投資家との対話の模索

中国の証券行政を担当する中国証券監督管理委員会（以下「証監会」）は、2012年5月29日から同年6月21日まで計6回にわたり、「最近投資家が注目している50の話題」（以下「Q&A50問」）としてウェブ上で公開した（注1）。こうした取組みは、2011年10月末に証監会のトップに就任した郭樹清主席（注2）の肝入りの下で、新たに創設された投資家保護局が担当しているものである。

— <目次> —

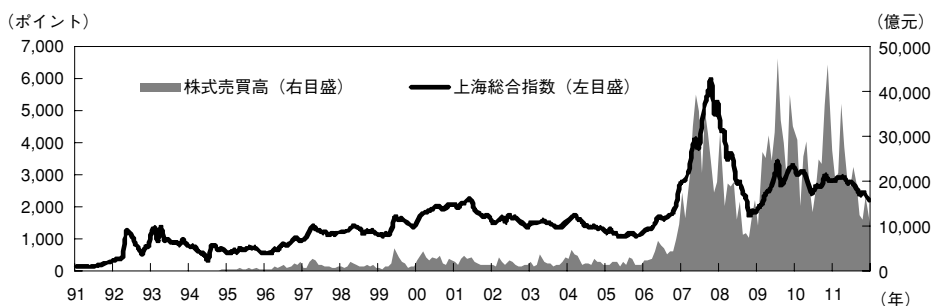
1. 個人投資家離れ対策の背景
2. 発行市場改革
3. 相次ぐ市場対策
4. 機関投資家の参入促進
5. 結びにかえて

郭主席は、就任後、様々な場を通じて中国資本市場や証券業界の問題点や改革の方向性を訴えているものの、投資家、特に個人投資家が全てその趣旨を認知しているわけではない。株式売買代金も低調で、上海総合指数も2,000ポイントを切りかねない展開を見せる中で（図表1）、証監会から投資家への情報発信が重要となっている。このため、投資家が注目する話題を50項目に整理して、周知しようとするのが今回の取組みの狙いであり、資本市場の本来果たすべき役割や、直接金融の機能から解説を始めている。

（注1） <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/tzzbh/tzzfw/tzzbhtzwd/>

（注2） 関根栄一「中国金融当局三トップの交代と資本市場改革の行方」『季刊中国資本市場研究』2012年冬号参照。

(図表1) 株式売買代金と上海総合指数の推移



(注) 1. 株式売買代金は2012年8月までの数値。
 2. 上海総合指数は2012年8月31日時点の数値(2,047.52)。
 (出所) 上海証券取引所、Wind資訊より野村資本市場研究所作成

(2) 中国株式市場における個人投資家の割合

Q&A50問によれば、中国の株式市場は、創設当初から千万人以上が参加するマス市場と化し、株価が高い時に購入し、低い時に売却する運用手法であるため、毎年何百万人にもわたる投資家が市場から離れているとしている。

証監会によれば、2011年末時点で、中国の自然人(個人投資家)が保有しているA株(人民幣建て株式)流通株の時価総額の割合は26.5%で、同年の株式市場全体の取引量の85%に達している。また、個人投資家の新株発行数に占める購入割合は70%前後で、上場初日の取引口座の中で占める割合は99.8%となっており、株価の高い時に購入し、低い時に売却する手法が盛んになっている。加えて、上海証券取引所のサンプル調査によれば、高価格で譲り受けた中小投資家の大部分は含み損か実際の損失を抱えており、「新株購入の

機会を絶対に逃したくない」との考え方を修正、放棄する必要があるとしている。

実際、株式口座の開設数で見た場合の個人の存在感は圧倒的である。証券取引所の清算決済機関である中国証券登記結算有限責任会社のデータによれば、2011年末時点のA株の1億6,547万口座のうち、個人が1億6,233万口座で全体の98.11%、法人が61万口座で同0.37%となっている(図表2)。個人口座の比率は、中国の証券市場を開放した2001年のWTO(世界貿易機関)加盟直前の2000年から2001年にかけて一時的に低下したものの、その後はじりじりとその比率を上げてきている。このため、個人投資家の株式市場へのつなぎとめがまさに重要となっている。

以下では、個人投資家の株式市場離れに関する証監会の問題意識をQ&A50問から取り上げながら、この数か月間、実際に採用されている政策とその方向性を紹介する。

(図表2) A株口座数(個人・法人)

(単位:万)

	全体	個人	(内訳)	法人	(内訳)
2000	5,905	5,852	99.10%	26	0.43%
2001	6,679	6,501	97.33%	30	0.46%
2002	6,823	6,638	97.29%	31	0.45%
2003	6,961	6,771	97.28%	32	0.46%
2004	7,106	6,913	97.28%	33	0.47%
2005	7,189	6,994	97.28%	34	0.47%
2006	7,482	7,281	97.32%	36	0.48%
2007	11,286	11,005	97.51%	47	0.42%
2008	12,364	12,075	97.66%	49	0.39%
2009	14,028	13,728	97.86%	54	0.39%
2010	15,454	15,146	98.01%	58	0.38%
2011	16,547	16,233	98.11%	61	0.37%

(出所) 中国証券登記結算有限責任公司より野村資本市場研究所作成

■ 2. 発行市場改革

(1) 発行制度改革

① 指導意見の公布

2012年4月28日、証監会は「新株発行体制改革を更に深化させることに関する指導意見」を公布した。指導意見の骨子は、①発行制度に関わる情報開示の真実性・正確性・妥当性・完全性の強化、②発行体と仲介機関、IPO価格の照合先の責任を明確化、③IPOの非オンライン販売比率の向上と非オンラインからオンラインへのクローバック制度の明確化、④中小投資家のための第三者機関による発行体リスク分析、から構成されている。上記のうち、非オンラインからオンラインへのクローバック制度への明確化とは、一般公募の応募率が高い場合には公募への新株配分を増やす仕組みで、個人投資家に配慮することがその目的である。

証監会は、Q&A50問を通じ、高価格での

新株発行がもたらす結果として、市場環境が悪化し、資源も浪費され、社会的な雰囲気が悪化し、詐欺と違法行為が助長され、市場構造が根本的に歪み、株価が下落し続ける点を指摘している。その上で、この問題に対しては、買い手による価格決定メカニズムの強化、引受業者の価格決定責任の拡大、株式の流通性の向上、価格決定行為への監督管理の強化の面から、価格決定メカニズムを改善し、「三高」(高い発行価格、高いPER(株価収益率)、高い募集金額)、新株投機取引を抑制する方針を打ち出している。

② 「証券発行・引受管理弁法」の改正

上記指導意見を踏まえ、証監会は5月21日、「証券発行・引受管理弁法の改定に関する決定」を公布した。決定のポイントは、①IPO価格はブックビルディング方式以外に、発行体と主幹事が協議して直接決定できること、②ブックビルディングに参加する個人は、投資経験が5年以上なければならないこと等と

なっている。

続いて、5月23日、深圳証券取引所は、「新株発行体制改革の更なる深化に関する指導意見」を発表し、上場初日の株価騰落率が20%を超えた場合や売買回転率が50%を超えた場合の取引一時停止等を含む新たなIPO過熱抑制策を決定した。合理的なIPO価格と正常な取引を促進する方針である。

(2) 上場廃止制度の改善

上場企業の質の維持は、投資家、特に個人投資家の株式市場離れを防ぐ意味でも重要であり、そのためにも、上場廃止を通じた淘汰メカニズムを機能させることが必要である。中国では、2006年1月1日から施行された新証券法第55条及び第56条で、3年連続で赤字決算となった上場会社の株式取引を一時停止し、4年連続で赤字の場合は上場廃止することとなっているが、地方政府傘下の上場会社の場合は地方政府による資本注入や、別会社による買収（裏口上場）により、上場廃止のリスクが高い「*ST (Special Treatment)」銘柄として生き延びているのが実態である。

このため、6月28日、上海・深圳証券取引所は、上場廃止制度の改善案を発表し、純資産、営業収入、監査法人意見書を上場廃止の指標として新設した。具体的には、①純資産が3年間連続でマイナスの場合や、②営業収入が3年間連続で1,000万元以下の場合は、それぞれ上場廃止とする方針を打ち出した。その後、上海・深圳証券取引所は、7月7

日、株式上場の新規則（2012年修正版）を公表し、即日実施した。具体的には、①上場廃止の強化、②純資産・営業収入・監査意見書等を上場廃止の指標として新設、③上場暫定停止後の上場再開の基準厳格化、④上場廃止手続の簡素化等が盛り込まれている。

また、上海証券取引所は、7月27日、「上場株式取引に関するリスク警示実施細則（パブリックコメント）」を発表し、新たに「リスク警示板」の設置を計画していることを明らかにした。来年初めから実施する予定である。

■ 3. 相次ぐ市場対策

(1) 自社株買いの促進

自社株買いについて、2006年1月1日より施行された新会社法第143条では、自社株買いを原則禁止しているものの、会社の登録資本を減少する場合や、株式を報酬の一部として自社の従業員に給付する場合など四つのケースに限って容認している。

そもそも自社株買いは、1株当たりの利益を増加させる効果があり、株主還元策の一つでもある。このため、証監会は、7月31日、上場会社による手元資金での自社株買いを奨励すると言及した。また、証監会は、8月5日、上場会社従業員持株会管理暫行弁法（パブリックコメント）を発表した。①従業員持株は株式総数（total equity）の10%を超えてはならない、②従業員一人当たり持分は発行株式総数の1%を超えてはならない、③従

業員保有持株のロックアップ期間は36か月等との制約はあるが、所得分配政策と従業員のインセンティブ・福利厚生の上とを兼ねた市場対策の意味合いもある。

(2) 現金配当の推奨

証監会の郭樹清主席は、7月19～20日の地方視察時に、上場会社が積極的に投資家に利益を還元すべきと強調した。

これは、Q&A50問にもあるように、証監会は上場会社の配当制度を監督管理し、規律付けている一方で、上場会社自身の株主還元策は弱いとの認識があるためである。具体的には、①配当支払い率が全体的に低いこと(2001～2011年の純利益に占める現金配当の割合はわずか25.3%)、②配当支払方法のうち現金配当を重視していないこと、③相当数の会社が現金配当を行わない理由を示していないこと、を指摘している。株主還元策は、一義的には会社の意思決定事項であるが、証監会としては、①IPOの目論見書に利益配分の関連情報の開示を要請し、社外取締役、外部監査役の立場と態度を明確にさせること、②上場会社が株主への利益還元ルールを明確にするよう誘導すること、③上場会社の配当関連のオペレーションコスト(配当課税等)を減らすこと、④上場会社の現金配当に関する意思決定プロセス、実行状況及び情報開示への監督管理・検査を強化すること、を検討している。同時に、証監会としては、無配当会社に対し、配当を行っていない具体的な原

因、無配当資金の使い道と予定収益、実際の収益と予定収益が一致していない理由など情報開示を促す方針である。また、約束した比率で配当をしていない、長期的に配当義務を果たしていない会社に対しては、監督管理による規律付けを強化する方針である。

こうした証監会の方針を受け、8月15日、上海証券取引所は「上場会社現金配当手引き」(パブリックコメント)を発表した。上場会社に対し合理的な現金配当政策の制定と関連情報の開示を要求し、配当性向50%以上の企業に対し増資等の認可手続を配慮する内容で、安定的・長期的な投資を誘導する狙いがある。

続いて9月に入り、深圳証券取引所も、上場会社の配当に関する問題について詳細説明を発表し、上場会社の定款に組み入れた配当の承諾は法的拘束力を持つと強調した。更に将来的には、配当政策の執行状況を記入した上場会社の信用記録を公開し、上場会社の現金配当の実施を強化する方針を明らかにした。

(3) 貸借取引の導入

中国では、新証券法第142条で株式市場に流動性を提供する貸借取引を認めたことにより、解禁に向けた準備を中国証券金融株式有限公司(日本証券金融株式会社に相当)が進めてきた。準備の過程で、同会社は8月7日、貸借取引の開始に先立ち、資本金を75億元から120億元に増やす計画を明らかにした。増資によるレバレッジ効果により、同会社を通

じて1,200億円の資金が市場に供給される見込みで、9月中旬までに実施する予定である。

その後、同公司是8月27日、「貸借業務規則」と「信用取引業務統計と監視規則」を発表し、8月30日から貸借取引をスタートした。当初は、貸借取引はテストとの位置付けで、システム等の進捗状況を見ながら正式に解禁する方針である。テスト段階の条件は、貸借期間は6か月以内で、保証金掛目を20~50%としている。同公司是更に劣後債200億円の発行を検討中である。

(4) 手数料引下げ

手数料の引下げによる投資家の取引コストの負担軽減も、市場対策として検討、実施されている。

上海・深圳証券取引所は4月30日、6月からA株の取引手数料を25%引き下げ、0.0087%にすると発表した。証券取引所の決済清算機関である中国証券登記決算有限責任公司も同日、6月からA株の名義変更手数料を25%引き下げ、0.0375%にすると発表した。

続いて、8月2日、証監会は9月1日よりA株取引の関連手数料・証券先物市場向けの管理監督費用を大幅に引き下げると発表した。具体的には、A株取引の関連手数料と口座名義変更費用はそれぞれ、売買代金の0.0696%、0.3%に引き下げること等が骨子である。今回の引下げは今年3度目となる。

■ 4. 機関投資家の参入促進

(1) 機関投資家の市場参加比率の向上

証監会によれば、2011年末時点で、前述の通り、中国の自然人（個人投資家）が保有しているA株流通株の時価総額の割合は26.5%であるのに対し、企業の割合は57.9%、プロの機関投資家の割合は15.6%で、成熟市場と比べ、中国の機関投資家の規模は明らかに小さく、投資家構成の不均衡も顕著であるとの問題意識を有している。

また、投資家別の証券口座数（2012年7月末）では、自然人が全体の99.6%を占めるのに対し、証券投資信託、社会保険基金（以下「社保基金」）、企業年金、保険、外国人投資家（QFII及びRQFII、後述）の比率が極めて小さいことが分かる（図表3）。さらに、中国の投資信託の口座数は、2012年末で3,878万口座となっているが、この数年のA株口座数の伸び率と比べて決して高くない（図表4）。

このため、証監会としては、機関投資家の参加比率を上げるための政策として、以下のような方向性を考えている。

第一に、投信会社の現代的な資産管理機関への移行を促進し、社保基金、企業年金、保険会社が自身のニーズで確定したポートフォリオに応じて投資を行い、同時に私募基金の制度化と発展を誘導する。

第二に、QFII（適格外国機関投資家、Qualified Foreign Institutional Investorsの

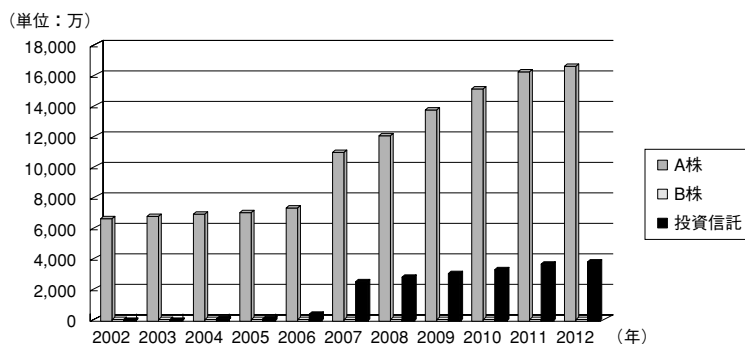
(図表3) 投資家別のA株口座数 (2012年7月末)

(単位:口)

投資家の属性	口座数	(内訳)
自然人	165,744,428	99.62545%
証券会社 (自己取引)	96,062	0.05774%
証券会社 (集合理財)	658	0.00040%
証券投資信託	2,027	0.00122%
基金管理会社 (運用会社)	1,694	0.00102%
専門理財商品		
社会保険基金 (社保基金)	196	0.00012%
企業年金	4,697	0.00282%
QFII (適格外国機関投資家)	302	0.00018%
RQFII (人民元建て適格外国機関投資家)	46	0.00003%
保険	1,226	0.00074%
信託	11,622	0.00699%
一般機関投資家	504,604	0.30331%
合計	166,367,562	100.00000%

(出所) 中国証券登記結算有限責任公司より野村資本市場研究所作成

(図表4) 近年の証券口座数の推移



(注) 2012年は7月末時点。

(出所) 中国証券登記結算有限責任公司より野村資本市場研究所作成

略称、「キューフィー」と呼ぶ) の導入を適切に加速する。

第三に、証券税制を積極的に改善し、機関投資家の健全な発展のために良好な条件を作り出す。

(2) 投信業界に対する規制緩和

① 証券投資基金法の改正

6月26日、「証券投資基金法」(以下「基金法」)の修正草案が第11期全国人民代表大会

常務委員会で審議された。同草案には、①私募ファンドの契約内容、監督管理、投資家保護等、②公募ファンド組成形態の多様化が盛り込まれ、現行の契約型ファンド以外に会社型が追加される。

また、基金法の修正草案には、投信併合の関連規定が盛り込まれる見通しである。投信契約の約定もしくは受益者総会(受益者承認)があれば、投信の併合を可能とする。業界関係者は、業績が悪く規模も小さい投信の併合

が、投資家利益の保護、会社のリソースの節約に有利と指摘している。ほかに、基金法の修正草案では、私募投信会社による公募商品の組成が可能になる模様である。

② 投信会社設立の規制緩和

6月20日、証監会は、「証券投資基金管理会社管理弁法」の修正案を発表した。具体的には、①持分5%以下の株主への審査を取消、②内資（中国資本）投信会社の主要株主持分比率上限の49%を取消、③海外株主の資産管理経験の要件を公募投信運用から年金運用まで拡大するなどの緩和措置が盛り込まれている。

③ 投信会社による商品組成の規制緩和

証監会は、6月20日、「基金管理会社特定顧客資産管理業務試行弁法」を修正すると発表した。特定資産管理業務（私募ファンド）について、具体的に、①投信会社は専門子会社を通じビジネスの展開が可能、②投資対象は非上場株、債券にまで拡大、③投資比率制限を取消等の緩和措置といった内容が盛り込まれている。

また、同日、証監会は、「証券投資基金運営管理弁法」の修正と関連通知を発表した。具体的には、①同時に多数の投信募集の申請を容認する、②投信会社、経営陣の資金で自社投信を購入する場合の最低購入資金と保有期間をそれぞれ1,000万元で3年以上とするなどの緩和措置が盛り込まれている。

(3) 保険会社の参入促進

① 自己運用の規制緩和

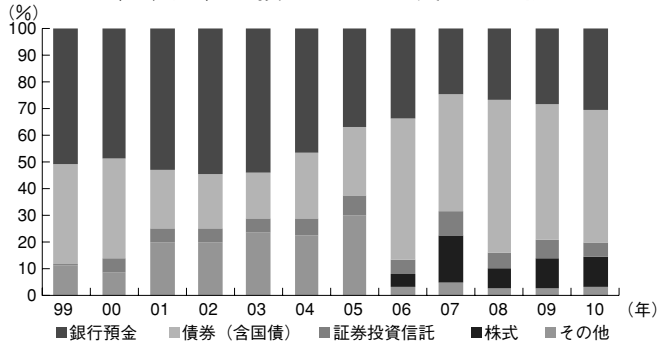
中国保険監督管理委員会（以下「保監会」）は7月25日、「保険資産の株式・不動産投資に関する問題の通知」を発表した。具体的には、①株式への投資対象をエネルギー・資源企業の株式にまで拡大、②非自家用不動産、インフラ、不動産関連金融商品など投資対象不動産は自主的に選択できることなどの内容が盛り込まれている。

② 委託運用の解禁

また、保監会は、7月23日、「保険資産委託運用管理暫行弁法」を発表した。具体的には、①委託先は現行の保険資産管理会社以外に、証券会社や投信会社にまで拡大する、②運用対象は、主に債券・株式・投信等の有価証券と規定する、③運用資産のポートフォリオ・評価等の内容を明確にすることが盛り込まれている。既に保険資産運用業務を受託する投信会社の選定作業が始まった模様であり、33社の投信会社が選定される見通しである。

ちなみに、2011年末時点の保険会社の総資産は6兆138億元、運用資産は5兆5,474億元に達しているが、預金が運用資産の32%を占め、2008年の世界的金融危機以降、預金の比率が高まってきている（図表5）。今後、自己運用の規制緩和や委託運用の解禁により、株式、投信による運用の割合が高まっていくことを証監会は期待している。

(図表 5) 保険会社の運用資産の推移



(注) 2006年以降は、『中国保険市場年報』、『中国保険市場発展報告』の分類に基づく。

(出所) 中国保険監督管理委員会、『中国保険市場年報』、『中国保険市場発展報告』より野村資本市場研究所作成

(4) 外国人投資家の参入促進

① QFIIに対する規制緩和

中国では、2002年11月、外国人投資家による国内証券市場への投資を認めるQFII制度を導入している。このQFII制度に関し、2012年4月3日、証監会は、新たに500億ドルの運用枠を設定し、既存の300億ドルと合わせ計800億ドルにまで拡大した。

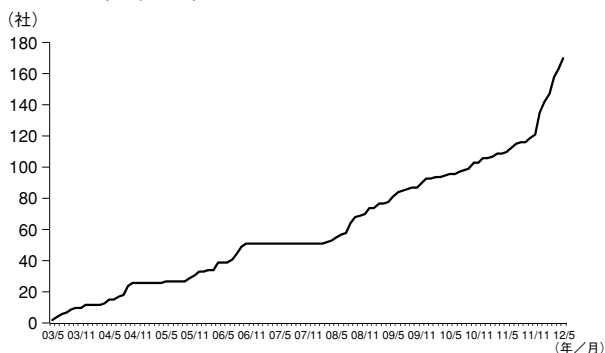
さらに6月20日、証監会は、「適格外国機関投資家国内証券投資管理弁法」の実施の問題に関する規定」(パブリックコメント)を公表し、7月27日に正式に公布した(即日施行)。同規定では、①申請資格(PEファンド管理会社を含む)、②証券口座の開設、③分別管理、④投資範囲(銀行間債券市場での運用も解禁)、⑤申請手続の簡素化といった面で規制緩和を行った。特に申請資格では、年金等の機関投資家の運営年数を5年から2年に、資産運用残高を50億ドルから5億ドルに引き下げるなど、QFII資格の認可基準を緩和した。

この規制緩和と前後するが、2011年10月末に証監会のトップに就任した郭樹清主席の方針により、QFIIの運用ライセンスと運用枠のスピードアップは目に見えて明らかとなっている。うち運用ライセンス数は、2011年10月末の119社から2012年8月末には181社と62社を新規に認可している(図表6)。QFIIのA株流通時価総額に占める割合は1.1%と、国際的に見て低すぎるという証監会の問題意識が背景にある。

② RQFIIに対する規制緩和

2009年から始まった人民元建て貿易決済は、2012年6月末で累計3兆8,418億元に達し、その主要な相手先である香港の人民元預金も同年7月末で5,632億元となっている。一方、この香港の人民元資金を中国本土に還流するための対内証券投資制度であるRQFII(人民元建て適格外国機関投資家)制度が2011年12月に解禁されているが、当初運用枠は200億元で、中国本土の証券会社・運用会

(図表6) QFIIのライセンス数の動向



(注) 2012年8月31日時点。

(出所) 中国証券監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

社の香港支店・子会社のみがライセンスの対象となっていた。

その後、QFII同様、2012年4月3日、証監会は、RQFIIの運用上限枠を200億元から700億元に拡大し、RQFIIの試験運用を行う金融機関に対し、人民元建てA株ETFの発行や香港に上場するA株ETFへの投資も認可する方針を打ち出した。また、証監会と保監会は、保険会社の香港子会社にもRQFII資格を認可する方針で合意している。

5. 結びにかえて

これまで述べてきたような、発行市場改革、市場対策、機関投資家の参入促進が進むことで、中国の資本市場に期待されている役割が今後十分に発揮されることが期待される。すなわち、経済の構造調整と産業の高度化を促し、中国経済の発展モデルの転換を促すという点である。そのためには、2010年末時点で49兆4,832億元（約609兆円）にまで増加した

個人金融資産を市場運用に回すための仕掛けを更に構築していくことが必要である。なぜならば、2010年末の個人金融資産の内訳を見ると、現金が7.6%、預金が63.8%、債券が0.5%、株式が11.4%、証券投資信託が1.5%、保険が10.6%、信託が0.6%等となっており、個人金融資産の機関投資家を通じた間接運用や、直接の市場運用の余地はまだ大きい。証監会も、投資家の株式の長期保有に向けた税制上のインセンティブを検討している。

また、個人金融資産の市場運用の比率を高めていくためには、証券会社による金融仲介機能の強化も必要である。うち、外資の参入については、証監会は、これまで出資上限(33%)を設け、ライセンスも制限してきた合弁証券会社の現行の設立規制の緩和を検討している。中国の資本市場の本格的な改革はまだスタート地点に立ったばかりであり、足元の市場対策に留まらない今後の改革の行方が注目される。