

重視すべき株式市場の ウェルス・マネジメント機能

中日資本市場ラウンドテーブル2017

中国人民大学財政金融学院副院长

金融証券研究所副所长

趙錫軍 教授



- ⑩ 社会主義市場経済の形成と改善の促進/体制改革への貢献
- ⑩ 経済成長の促進/実体経済への貢献
- ⑩ 金融業界の発展の促進/金融業界への貢献
- ⑩ 個人の財産収入の増加の促進/個人の富の蓄積への貢献
- ⑩ 人々の金融に関する意識の向上の促進/民族文化のイノベーションへの貢献



- ⑩ 1990年12月1日、深圳証券取引所は試験営業を開始。1991年7月3日に正式稼働。
- ⑩ 1990年12月19日、上海証券取引所が正式稼働。
- ⑩ 上海・深圳取引所の設立は、中国証券市場の発展における新たなスタートに。
- ⑩ 上海、深圳証券取引所の正式稼働からすでに26年になる。中国の証券市場は無から有へ、小から大へ、無秩序から秩序的へと成長してきた。人々は無関心から関心を持つようになり、経済への影響もほぼなしから大きくなってきた。
- ⑩ 上海、深圳の証券市場での上場企業は開設当時の10社余り、時価総額数億元から2016年末の3,052社（うち、A株2,952社、B株100社）へと推移。有効な投資家の口座数は1億1,800万を超え、時価総額は50兆元を上回っている。
- ⑩ 2017年4月30日時点で、全ての上場企業が年次決算報告書を公開した。うち、赤字は241社で、全体の7.50%を占めている。初めて赤字に転落した上場企業は163社で、連続赤字は78社。



年度	2011	2012	2013	2014	2015	2016
国内上場企業数(A, B株) (社)	2 342	2 494	2 489	2 613	2 827	3 052
国内上場外資株(B株) (社)	108	107	106	104	101	100
海外上場企業数(H株) (社)	171	179	182	205	231	241
総発行株数(億株)	36 095.52	38 395.00	40 569.08	43 610.13	49 997.26	55 820.50
うち：流通株式数(億株)	28 850.26	31 339.60	36 744.16	39 104.28	44 026.44	48 206.26
株式時価総額(億元)	214 758.10	230 357.62	239 077.19	372 546.96	531 304.20	508 245.11
うち：流通株式時価総額(億元)	164 921.30	181 658.26	199 579.54	315 624.31	417 925.40	393 266.27
株式売買高(億株)	33 957.55	32 881.06	48 372.67	73 754.61	171 039.46	94 201.17
株式売買代金(億元)	421 646.74	314 667.41	468 728.60	743 912.98	2 550 538.29	1 267 262.64
上海総合指数(年末大引け)	2 199.42	2 269.13	2 115.98	3 234.68	3 539.18	3 103.64
深圳総合指数(年末大引け)	866.65	881.17	1 057.67	1 415.19	2 308.91	1 969.11
投資家口座数(万)	-	-	-	7 294.36	9 910.54	11 811.04
期末平均PER						
上海	13.40	12.30	10.99	15.99	17.63	18.03
深圳	23.11	22.01	27.76	34.05	52.75	52.20
平均売買回転率(%)						
上海	124.80	101.59	123.59	439.50	388.50	220.89
深圳	340.49	297.85	389.11	635.81	946.04	539.68
国債発行額(億元)	17 100	16 154	20 230	21 747	59 408	91 086
公司信用債券発行額(億元)		37 365	36 784	51 516	67 205	82 242
銀行間市場国債現物売買高(億元)			58 152	58 797	99 296	126 130
銀行間市場国債レポ売買高(億元)			591 766	839 347	1 589 806	1 757 356
証券投資基金数(本)	914	1 173	1 552	1 897	2 722	3 867
証券投資基金残高(億元)	26 510.37	28 661.81	30 025.77	45 353.61	83 971.83	91 593.05
取引所上場投信売買高(億元)	6 365.80	8 667.36	12 562.04	19 904.62	76 859.68	13 745.89
先物売買高(万単元)	105 413.75	145 052.57	206 182.30	250 585.57	357 768.26	413 781.28
先物売買代金(億元)	1 375 162.44	1 711 269.35	2 674 662.02	2 919 882.26	5 530 159.69	1 956 339.00

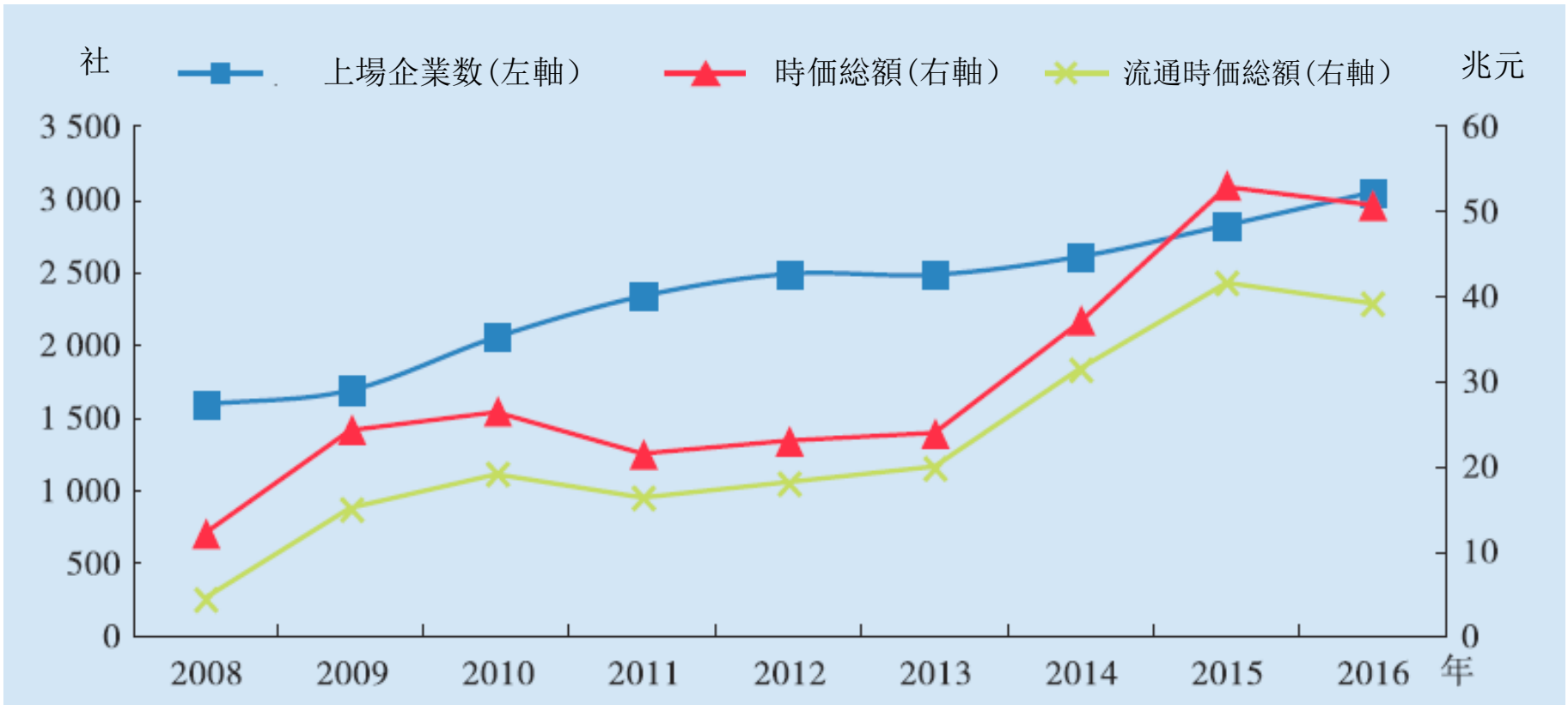


年度	GDP	時価総額	構成比	GDP	流通時価総額	構成比
1999	89 677	26 471	29.52	89 677	8 214	9.16
2000	99 215	48 091	48.47	99 215	16 088	16.21
2001	109 655	43 522	39.69	109 655	14 463	13.19
2002	120 333	38 329	31.85	120 333	12 485	10.38
2003	135 823	42 458	31.26	135 823	13 179	9.70
2004	159 878	37 056	23.18	159 878	11 689	7.31
2005	183 868	32 430	17.64	183 868	10 631	5.78
2006	211 923	89 404	42.19	211 923	25 004	11.80
2007	249 530	327 141	131.10	249 530	93 064	37.30
2008	300 670	121 366	40.36	300 670	45 214	15.04
2009	335 353	243 939	72.74	335 353	151 259	45.10
2010	397 983	265 422	66.69	397 983	193 110	48.52
2011	471 564	214 758	45.54	471 564	164 921	34.97
2012	519 322	230 358	44.36	519 322	181 658	34.98
2013	568 845	239 077	42.03	568 845	199 580	35.09
2014	636 463	372 547	58.53	636 463	315 624	49.59
2015	676 708	531 304	78.51	676 708	417 925	61.76
2016	744 127	508 245	68.30	744 127	393 266	52.85



- ⑩ 2013年末、上海、深圳市場で上場した企業は2,489社、2016年末には3,052社と3年間で563社増加した。
- ⑩ 2013年末、上海、深圳市場の時価総額と流通市場価格はそれぞれ23.91兆元と19.96兆元で、2016年末のその数字はそれぞれ50.77兆元と39.34兆元とそれぞれ26.86兆元と19.38兆元増加し、112%と97%増となっている。
- ⑩ 市場主体の優勝劣敗も働き、2013年、上場企業5社が上場廃止、2016年に23社が上場廃止となった。





出所：中国証券監督管理委員会



- ⑩ 2013年末までの中国の証券会社の数は115社（うち、上場証券会社は20社）、先物会社156社、基金管理会社89社。
 - 証券会社の総資産（顧客資産を除く）は1.52兆円で、先物会社の総資産（顧客資産を除く）は629.89億元。
 - 基金管理会社は1,553の公募ファンドを管理しており、3.12兆口の基金を保有しており、基金の純資産は約3兆元。

- ⑩ 2016年末までの中国の証券会社の数は129社で、3年間で14社増加（うち、上場証券会社は26社で6社増）。先物会社は149社で、7社減少。基金管理会社は108社で、3年間で19社増加。
 - 2016年末までの証券会社の総資産（顧客資産を除く）は4.37兆円で、3年間で2.85兆元増で、伸び率は187.5%。
 - 先物会社の総資産（カスタマー・エクイティを除く）は1097.06億元で、467.17億元増で、伸び率は74%。
 - 基金管理会社とその他公募の経営資格（ライセンス）を持つ13社の資産管理機関は9.16兆元の公募ファンドを管理しており、6.16兆元増となっている。
 - その他、登録されている私募ファンド管理機関は17,433社で、46,505の私募ファンドを管理している。基金の募入規模は10.24兆元。



- ⑩ 全国的な店頭取引市場（OTC market）のリスティング企業が大幅に増えている。2013年1月16日、全国中小企業株式譲渡システム（「新三板」）が正式に運営開始した。
- ⑩ 2013年末までに、全国中小企業株式譲渡システム（「新三板」）のリスティング企業数は355社で、株総数は96.39億株で552億元。
- ⑩ 2016年末、全国中小企業株式譲渡システム（「新三板」）のリスティング企業数は10,163社に達し、3年で9,808社増え、株式総数は8,509億株と88倍も増えた。2016年新三板企業は特定投資家向けに2,603回増資し、1,391億元調達した。
- ⑩ 新三板の市場改革：市場のレベル分け、私募機関によるマーケットメイキングテスト事業の実施、マーケットメイカーの範囲拡大、優先株の試験導入。
- ⑩ 地域的エクイティ市場の規範化と発展。新三板と地域的エクイティ市場とのドッキング制度の検討。現在、全国に40箇所 of 地域的エクイティ市場が設けられ、リスティング企業数1.59万社、展示企業数5.61万社、累積調達額6,896億元。



- ⑩ 株式新規発行上場（IPO）のメカニズム改革について、『株式新規発行体制改革に関する意見』を制定、発表した。『証券発行及び引受管理弁法』等の関連政策文書を制定、完備化し、『初めて創業ボートで株式公募、上場の管理暫定弁法』を改正した。新規発行は情報開示を中心に、市場の各方面が役割を果たすよう導く。「上場企業ストックインセンティブ管理弁法」を制定、発表し、情報開示の監督管理の強化、ストックインセンティブの参入条件、実施プロセス、意思決定プロセス等の関連規定の完備化を図る。会社に自律と柔軟に意思決定する余地を与え、事後の監督管理、内部の問責・監督管理処罰を強化する。
- ⑩ 『上場企業重大資産再編管理弁法』、『「上場企業買収管理弁法」の改正に関する決定』と『「上場企業重大資産再編管理弁法」の改正に関する決定』及び関連規定を公表し、市場における統合再編成の規範化を図る。
- ⑩ 『優先株テスト管理弁法』を公表。条件に適した上場企業や非上場企業も優先株の発行が可能に。これにより企業の株式制度改革を応援し、投資対象となる証券の種類を増やす。



- ⑩ 取引場外の市場に関する制度規則体系を基本的に整備。《証券法》、《全国中小企業株式譲渡システムの関連問題に関する決定》を中核とし、《非上場公開企業監督管理規則》、《全国中小企業株式譲渡システム有限責任会社管理暫定規則》及び関連指針・基準を具体的な内容とする監督管理制度の枠組みを形成した。
- ⑩ 《私募投资基金監督管理暫定規則》を公布、私募ファンド適格投資家の基準を確立。
- ⑩ 証券先物業者に対する監督管理規則の整備・完全化。《証券会社リスクコントロール指標管理規則》を改正し、施行させた。証券会社のリスク管理体制を更に強化し、リスク管理のオーバーラップを実現。《証券会社信用取引業務管理規則》を改正し、公布した。《証券先物業者私募資産管理業務運用管理暫定規定》を改正し、公布した。《MMF監督管理規則》を公布した。《基金管理会社子会社管理规定》を改正し、公布した。



- ⑩ 投資家保護メカニズムを次第に整備した。《上場会社上場廃止制度の改革および完全化と厳格実施に関する若干の意見》を公布し、自己意思による上場廃止と強制的上場廃止の内容を詳細に規定し、上場廃止した企業の投資家権利保護を強化した。
- ⑩ 国務院は《資本市場における中小投資家の適法権利保護の更なる強化に関する意見》を公布し、中小投資家の権利保護につき、投資家適合性制度の整備、投資還元制度の強化、中小投資家の知る権利の確保など九つの施策を打ち出した。意見の公布は中小投資家の権利保護に関する政策体系の改善、投資家の信頼向上、資本市場の持続的かつ健全な発展に繋がる。
- ⑩ 《証券先物投資家の適合性管理規則》を公布し、証券先物投資家の分類基準と管理要求を一本化させ、証券先物業者の適合性管理義務を明確にし、投資家保護の最初の防御線を構築した。



- ⑩ 2013年に29省（直轄市、自治区）と5つの計画単独都市の取引場所の整理整頓を概ね完了し、200余りの取引所を閉鎖し、万福生科社の虚偽株式発行と光大証券社のインサイダー取引などの典型事案を調査・処罰した。
- ⑩ 2014年の新規端緒の受理件数は前年比11% 増の678件に上り、調査開始と公安当局への移送件数はそれぞれ205件と74件で、前年比8%と76%増えた。
- ⑩ 2015年の違法違反に関する有力端緒の受理件数は前年比6.64%増の723件に達し、調査開始件数は345件と前年比68.29%増えた、処罰審理への移送件数は273件で、767の業者と個人に対して行政処罰決定または行政処罰の事前告知を行い、前年比倍増した。過料と没収した金額は54億元を超え、前の10年間の過料・没収総額の1.5倍以上に当る。



- ⑩ 2016年に新規受理された有力端緒603件のうち、調査開始件数は551件で全体の91%に当り、記録を更新。立件件数は302件で前の3年間の平均値より23%高い。新規海外関連件数は178件で前年比24%増えた。行政処罰決定件数と過料・没収金額はいずれも記録を更新し、市場参入禁止対象人数は史上最多である。
- ⑩ 不正な情報開示、インサイダー取引、相場操縦行為を厳しく取り締まると同時に、大口保有を開示しない、市場関係者がルールに反した株式売買などの不正に対し、取締りを強化した。
- ⑩ 証券会社の投資銀行業務への検査を強め、立ち入り検査を強化し、年2回の全面検査1回の専門検査を行う。7社の証券会社・23の責任者に対し行政監督措置を取った。証券先物交易所への立ち入り検査を始めて実施した。



- ⑩ 海外での株式発行による調達を増やすと同時に、《銀行間債券市場へのQFII投資の関連事項に関する通知》を公布し、CSRCから資格を取得し、SAFEから運用枠を取得した適格海外機関（QFII）が人民銀行に銀行間債券市場への参入を申請することを認め、QFIIの運用先を広げ、投資行動を規範化する。QFIIと人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）の発展は顕著に速まり、QFII運用枠が絶えず増え、RQFIIの試行範囲が更に広がった。
- ⑩ 《中国（上海）自由貿易試験区（FTZ）の促進に寄与する資本市場の若干の政策》を公布し、上海先物交易所がFTZで上海エネルギー交易中心を開設することを批准した。
- ⑩ 2014年11月17日、上海・香港ストックコネクトのテスト運用の始動により、利便性が高く、リスクが制御可能なクロスボーダーの証券投資新モデルが誕生した。翌年《中国本土と香港株式市場相互取引に関する若干の規定》及び関連施策は公布され、“深圳香港ストックコネクト”が本格的に開始し、香港と本土市場の相互取引の更なる進展に繋がった。



- ⑩ 証券市場をただしく理解しておらず、誤った認識が存在。
- ⑩ 市場は投機色が強くボラティリティが大きく、市場の投資機能が不十分。
- ⑩ 情報開示と市場透明性の確保に更に努めるべき。
- ⑩ 証券市場制度設計に大きな歪みがある。。
- ⑩ 証券市場の発展政策は不明瞭。
- ⑩ 市場化レベルは高くなく、行政または非市場の力で資源を配分することがしばしば見られる。
- ⑩ 国際化水準は高くなく、国際金融センターの基準に照らしてまだ大きな開きがある。



- 投資家が株価の変動に注目しているのに対し、学者は株価変動の背後にある要因とロジックにフォーカスする。資本市場における資産価格の形成は動的な過程であり、純資産、利益、キャッシュフローはプライシングの基礎と起点ではあるが、それだけでは不十分。
- マーケットの価格形成に影響するその他の重要な要素：投資家の期待、ほかの金融資産の収益率、経済・産業のサイクル。



- 株価形成の適正性の判断基準：市場への情報開示が十分かつ正確か、インサイダー取引と虚偽記載がないのか。開示が十分かつ正確に行われていることを前提に、大株主は株価が過大評価気味だと判断した場合、株式を売却すれば相当の超過収益が得られる。この場合の大株主または創業者による株式売却は株価の適正価格への回帰に繋がるため、非難されるべきではない。



● 株価形成の適正性の判断基準： 資本収益とリスクプライミングとの関係の研究に資本資産価格モデル(CAPM) が利用される。このモデルは株価の“適正性”判断にも活用できる。もしリスクと株価は反比例的であれば、適正とは言えず、いずれ何らかの形で大きく変動することになる。CAPMはマクロ環境の変化による株価への影響を見積もる手法も提供している。



- ・ (1) 資本市場に内在するニーズ： 金融は資産とリスクに対してプライシングする能力を必要とし、ウェルス・マネジメント機能（資産再編と既存資源の再配分）を必要としている。
- ・ (2) 資本市場の役割： 単に実体経済への資金供与サービスを提供することから、資金調達とウェルス・マネジメント機能の両立へ進化するよう金融システムの機能の高度化を促す。金融機能の高度化は資本市場の育成と金融のディスインターメディエーションを後押しする。
- ・ (3) 国民所得水準が向上し続ける中での資本市場の意義： ウェルス・マネジメント機能を果たし、銀行の貯蓄またはノーリスクの収益が投資家の運用ニーズに応えられない時、いろいろなレベルのリターンとリスクの組み合わせを実現するために、流動性と自由度の高いポートフォリオを組める制度とメカニズムを提供する。



- ・ (4) 資本市場の役割： 富の再分配により社会の富を高効率な分野へ誘導し、経済成長の効率を高め、経済成長に合った富の成長メカニズムを創出する。
- ・ (5) 資本市場の役割を發揮させるためのルール作り： 富の効率的な移動と配分を確保するために、適正なルールを設け、透明な制度と情報環境を整える。レントシーキングができるような制度上の不備があってはならない。資本市場は確かに富の偏在をもたらす一面がある。結果だけに注目するのではなく、機会の公平性に着目し、情報の透明性と市場の公正性の確保に努めるべき。



資本市場と人民元国際化の関係：

人民元国際化における回流メカニズム — 資本の
高い流動性 — 国際金融センター — 透明かつ厚
みのある資本市場



- 中国の資本市場の管理監督上の注意すべき点：
- (1) 資本市場と商業銀行のコア要素が異なる（銀行：自己資本比率、不良債権の抑制。資本市場：透明性）
- (2) 規制当局に管理監督以外の職責や機能を過度に与えてはならない。規制当局は市場発展の任務と目標を負ってはならない。
- (3) 規制当局のコア責務は市場の公正性と透明性の確保である。



ご清聴有難うございました！

