



個人投資家の市場回帰を促す 中国証券監督管理委員会の取組み

関根 栄一*

杜 進（翻訳協力）**

要約

1. 中国証券監督管理委員会（以下、証監会）は、2012年5月から同年6月まで計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）をウェブ上で公開した。これは、上海総合指数や株式売買代金も低調な中で、証監会から投資家に対して行う新たな情報発信の試みである。
2. Q&A50問には、中国国内の投資家だけでなく、外国人投資家や外国金融機関にとっても重要な内容が含まれている。特に関係が深いのが、①証監会の機能・役割、②新株発行制度改革、③投資家への株主還元策、④投資哲学・投資手法の改善、⑤機関投資家の役割と重要性、⑥クロスボーダーETF（上場投資信託）商品の推進、である。
3. Q&A50問から、今後、外国人投資家・外国金融機関にとっては、QFII（適格外国機関投資家）の活用、株式市場での合理的な価格形成、香港以外の株式指数に連動するETFの中国本土上場といった分野での展開が期待される。今後も、証監会の取り組みを注視する必要がある。

I、投資家が注目するQ&A50問の公表

1. 中国証券監督管理委員会による投資家との対話

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）をウェブ上で公開した¹。こうした試みは、2011年10月末に証監会のトップに就任した郭樹清主席²の肝いりの下で、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。

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。上海総合指数や株式売買代金も低調な中で（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

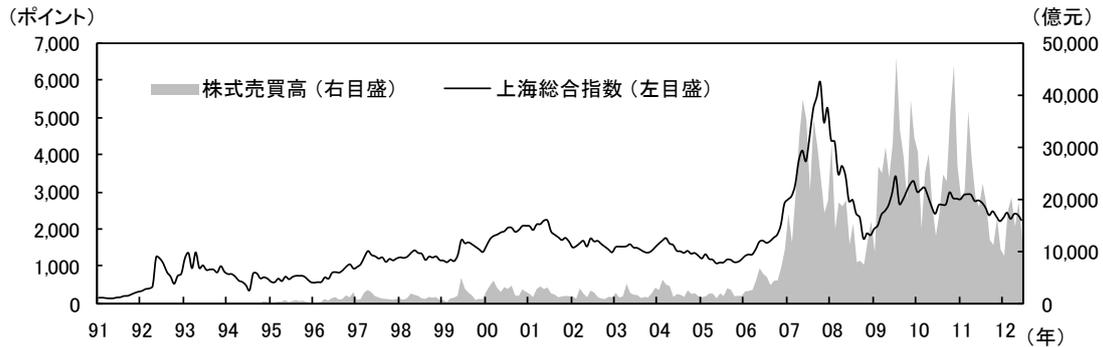
¹ <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/tzzbh/tzzfw/tzzbhtzzwd/>

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。

* 関根栄一 榊野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

** 杜進 榊野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表補佐

図表 1 株式売買代金と上海総合指数の推移



(注) 1. 株式売買高は 2012 年 6 月までの数値。
 2. 上海総合指数は 2012 年 6 月 30 日時点の数値 (2,225.43)。
 (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

みの狙いである（質問 50 項目は別紙 1 参照）。当該 50 項目には、資本市場の本来果たすべき役割や、直接金融の機能も含まれている。

実際、投資家保護局も、「投資家の資本市場の改革・発展に対する認識を強化し、市場が注目している問題を正確に理解してもらい、証券業界のサービスレベルと投資家の自己保全能力を高め、健全な市場動向と投資文化を育成するために、証監会の幹部スピーチと投資家保護局の投資家向け回答に基づき、投資家が注目する Q&A50 問を参考までに整理した」と今回の取組みの趣旨を説明している。

2. 外国人投資家や外国金融機関にとっての関わり

Q&A50 問は、国内の投資家、特に個人投資家を念頭に作成されたものであるが、適格外国機関投資家 (QFII) や適格国内機関投資家 (QDII) によるクロスボーダーの証券投資や、中国本土市場での外国金融機関の営業活動が増加していく中で、外国人投資家や外国金融機関にとっても重要な内容が含まれている。

以下では、50 問のうち海外からの市場参加者にとっても関わりの深い 13 問を取り上げ、証監会の機能・役割、新株発行制度改革、投資家への株主還元策、投資哲学・投資手法の改善、機関投資家の役割と重要性、クロスボーダーETF (上場投資信託) 商品の推進の 6 つの視点から紹介することとする。なお、当該 13 問の全文は別紙 2 を参照されたい。

Ⅱ、外国人投資家・外国金融機関から見た Q&A50 問

1. 証監会の機能・役割

1) 証監会の重点業務 (Q10)

証監会は、今後、以下の 3 つの業務に重点を置くとしている。

第一に、資本市場の公平な競争秩序を改善し、投資家の合法的な権益（権利および利益）を保護するとしている。第二に、貯蓄を投資に誘導し、資本市場の実体経済に対するサービス提供の能力を高めるとしている。第三に、店頭市場やプライベート・エクイティを用いて、技術革新や文化の発展を支援するとしている。

2) 2012年の証監会の目標と任務 (Q12)

多様な資本市場の発展、プロの投資家や仲介機関の育成、改革開放の拡大が非常に重要であり、中でも、発行制度改革の深化、発行・上場廃止制度および配当制度の改善が喫緊の課題であるとしている。

2. 新株発行制度改革

1) (主に個人投資家を指す) 中小投資家の権益保護 (Q15)

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 時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。

2) 高い発行価格での新株発行のリスク対策 (Q16)

高い発行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）、新株の投機的取引を抑制する方針である。

3. 投資家への株主還元策

1) 上場会社の株主還元策の問題 (Q18)

証監会は、上場会社の配当制度を監督管理し、規律づけているが、上場会社の株主還元策は弱い。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。

2) 上場会社の配当政策の規律付け (Q19)

Q18 の措置以外に、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。

4. 投資哲学・投資手法の改善

1) 新株購入のリスク (Q21)

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（人民元建て株式）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、低い時に売却する傾向が主流である。

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。

このため、前述の指導意見では、①証券取引所に対し新株の異常な取引行為の基準を明確にし、新株取引の価格の変動状況および各種投資家の新株取引の損益状況を定期的に集計し、公布すること、②証券会社の証券口座開設の審査と管理を強化すること、③中国証券業協会に適切な自主規制ルールを改善し、正常な新株取引の秩序を維持すること、を要請している。

2) バリューストック投資やブルーチップ投資に関する啓蒙 (Q25)

証監会がバリューストック投資を提唱した背景として、中国株式市場のバリューストック投資が長期的には高く、平均 PER も数十倍のレベルに達するという認識がある。また、合理的な投資、バリューストック投資といった哲学は、ブルーチップに注目することの本質でもあるとも指摘し、上証 180 指数構成銘柄の事例を取り上げている。

同時に、証監会としては、前述の株主還元策の規律付けに加え、中長期資金の市場への参入スピードを加速し、バリューストック投資に有利な環境を作り、投資家のリターン獲得に向けた基本的な制度を確保するとしている。また、投資家に対しては、高い目線から全体の状況を考慮し、心理を落ち着かせ、独自のバリューストック投資哲学を構築し、価値があるブルーチップ銘柄を探すよう提案している。

5. 機関投資家の役割と重要性

1) 低い中国の機関投資家の市場参加比率 (Q36)

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（人民元建て株式）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%、専門的な機関投資家の割合は 15.6%で、成熟市場と比べ、中国の専門的な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、先進国の市場では、機関投資家の株式を保有する割合は時価総額の 70%前後を占めており、その半分は年金基金と保険会社等の長期運用の機関投資家で、昨今の金融危機においても、市場価格の変動幅は中国のそれを下回っている点を中国も考えなければならないとしている。

2) 機関投資家の参加比率を上げるための政策 (Q37)

証监会としては、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、社会保険基金、企業年金、保険会社が自身のニーズに合ったポートフォリオに応じて投資を行い、私募基金を透明化し、その発展を規範化するよう誘導する。

第二に、適格外国機関投資家 (QFII) の導入を適切なスピード感で加速する。既に証监会は、2012年4月、QFIIの運用枠を500億ドル、人民元建て適格外国機関投資家 (RQFII) の運用枠を500億元引き上げている。

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。

3) 国内・海外の年金基金の参画の誘導 (Q38)

証监会は、この数か月間、カナダ年金投資計画委員会 (CPPIB) など海外の代表的な年金基金に QFII のライセンスと運用枠を認可している。

同時に、証监会は、国内でも年金基金などの長期資金の運用に関する税制優遇措置を関係部門と議論している。銀行理財商品 (銀行が組成・販売する集団投資スキーム) の株式市場運用も、リスク開示と投資家自身の判断を条件に、関係部門が研究しているところである。

4) 適格投資家制度の段階的構築 (Q42)

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になっているため、毎年何百万人にもわたる投資家が市場から離れていることに証监会は問題意識を有している。

このため、投資家のリスク負担能力に応じた投資手法が不可欠で、適格投資家制度を株式市場 (創業板、株価指数先物、信用取引) から、次は債券市場、店頭市場にも広げ、合理的に投資する市場文化の育成を証监会は狙っている。

6. クロスボーダーETF (上場投資信託) 商品の推進 (Q50)

インデックス投資の重要な商品として、ETF (上場投資信託) は既に個人と機関投資家にとっては最も重要なアセットアロケーションツールの一つになっているとの認識が証监会にある。その上で、クロスボーダーETF 商品には、①中国国内で海外指数に連動する ETF を設定するものと、②海外ETFのA株指数に連動する商品の開発があるとしている。

うち、前者については、適格国内機関投資家 (QDII) 制度の枠組みの下で、中国本土と香港間の「経済貿易緊密化協定」(CEPA)に基づき、香港株ETFの中国本土での上場準備作業を積極的に推進し、現段階では基本的に完了しているとしている。後者については、人民元建て適格外国機関投資家 (RQFII) の枠組みの下で、香港取引所に上場するA株指数連動のETF商品の推進について、関係部門と共同で取り組んでいるとしている。

Ⅲ、むすびにかえて

1. 外国人投資家・外国金融機関への示唆

以上の Q&A50 問からは、外国人投資家・外国金融機関にとって、以下の示唆が得られる。

第一に、中国の個人投資家の株式市場離れを食い止め、証監会の指摘する通り機関投資家の参加比率を高めることは、QFII を通じて参加する外国人投資家にとっても裨益するものがある。今後は、海外の年金基金等の長期資金による QFII のライセンスと運用枠取得が歓迎されることとなろう。

第二に、中国の株式市場が群集心理に惑わされず、合理的な価格形成が行われることは、発行体の資金調達においても裨益するところは大きい。特に、将来、東証外国部に相当する国際板が創設された場合、中国本土で IPO を行う外国企業にとっても重要な要素となろう。

第三に、中国株式市場での商品の多様化に向け、香港以外の株式指数に連動するクロスボーダーETF の中国本土上場の可能性が出てきている。中国本土-香港間の ETF のうち、香港の株式指数を対象とする ETF については、華夏基金運用の恒生指数 ETF と易方達基金運用の恒生中国企業指数 ETF が 2012 年 6 月 29 日に中国本土での上場が認可されている。日本株についても、今後、具体的な商品設計のステージに移っていこう。ETF に対する証監会の取り組みは、時価総額の世界的ランキングと比べて、ETF の上場本数が他の証券取引所に劣後する中で、量・質ともに自国の ETF 商品を充実させたいという問題意識があることも付言しておきたい（図表 2）。

2. 最後に

Q&A50 問で取り上げた内容の通り、国際比較を行いながら投資家の啓蒙と制度改革に向けた証監会の取り組みは始まったばかりであり、外国人投資家・外国金融機関としても、今後もその行方を注目していく必要がある。

図表 2 時価総額と上場 ETF の国際比較

順位	取引所名	時価総額 (百万ドル)	ETF		
			上場本数(本)	売買金額(百万ドル)	売買件数(千件)
			2011年末	2011年	2011年
1	NYSEユーロネクスト(米国)	11,795,575	1,342	4,797,035	235,686
2	ナスダックOMX	3,845,132	87	4,308,802	240,956
3	東京証券取引所	3,325,388	116	34,158	NA
4	ロンドン証券取引所	3,266,418	1,530	325,043	5,124
5	NYSEユーロネクスト(欧州)	2,446,767	690	197,506	2,648
6	上海証券取引所	2,357,423	23	41,855	4,363
7	香港取引所	2,258,035	77	70,085	2,513
8	TMXグループ	1,912,122	313	115,892	8,670
9	サンパウロ証券取引所	1,228,936	10	7,255	578
10	オーストラリア証券取引所	1,198,187	53	7,731	NA
13	深圳証券取引所	1,054,685	14	23,479	2,403
30	大阪証券取引所	215,297	16	24,680	NA
	上海・深圳両取引所計	3,412,108	37	65,334	6,766
	世界計	47,400,528	6,914	10,662,809	545,993

(注) 順位は時価総額に基づく。

(出所) 国際取引所連合(WFE)より野村資本市場研究所作成

最近投資家が注目している 50 の話題（質問 50 項目）

中国証券監督管理委員会 www.csrc.gov.cn、発表時期：2012 年 5 月 29 日～6 月 21 日（計 6 回）

投資家の資本市場の改革・発展に対する認識を強化し、市場が注目している問題を正確に理解してもらい、証券業界のサービスレベルと投資家の自己保全能力を高め、健全な市場動向と投資文化を育成するために、中国証券監督管理委員会（証監会）の幹部スピーチと投資家保護局の投資家向け回答に基づき、「最近投資家が注目している 50 の話題」を参考までに整理した。

番号	質問内容
Q1	資本市場は、中国の経済発展方式の転換の推進過程でどのような役割を發揮するのか？また、どのような機会と挑戦をもたらすのか？
Q2	政府が経済成長の目標を 7%に引き下げたことをどのように見ればよいのか？
Q3	中国経済の発展は対外依存度が高すぎて、外向型経済は外部市場の影響を大きく受けると言われている。この問題をどのように見たらよいのか？
Q4	上海総合指数について「10年経って株価指数がゼロに戻った」との言い方があるが、正確にはどのように見たらよいのか？
Q5	中国証券市場は近年の改革・発展面で得た成果は非常に大きく、国際的にも広く評価されている。ところが、国内投資家は十分に満足の行くリターンが得られていない。この問題の根本的な原因はどこにあるのか？
Q6	中国は、高貯蓄率国家の一つである一方、企業はなぜ資金調達難を感じているのか、また個人はなぜ投資機会が少ないと感じるのか？
Q7	中国の金融システムの構造上のアンバランスや、直接金融内の構造上のアンバランスはどのような方面に表れているのか？金融システムの構造上のアンバランスによってどのようなリスクが発生するのか？
Q8	直接金融は、実体経済の発展上の需要をどのように支援するのか？
Q9	中国株式市場は、比較的成長の見込みのある企業をどのように育成し取り込むのか？
Q10	今後一定の期間、証監会はどのような業務を中心に展開するのか？
Q11	資本市場の信用制度構築の加速化の中で、どのような計画があり、どの部門が担当するのか？
Q12	2012年の証券・先物市場の発展に向けた主要な目標と任務は何か？
Q13	国内債券市場の構築の現状はどうなっているのか？証監会幹部は、債券市場の発展に対しどのような構想と実施案を持っているのか？
Q14	債券市場の商品の革新（イノベーション）はどのような分野を突破口にするのか？どのような新商品が登場し得るのか？
Q15	証監会の新株発行制度の改革の中で、（主に個人投資家を指す）中小投資家の權益を保護する為の具体的な政策内容は何か？

番号	質問内容
Q16	高い発行価格での新株発行の危険性はどこにあるのか？ いかにも新株のプライシングメカニズムを改善できるのか？ 「三高」（高い発行価格、高いPER（株価収益率）、高い募集金額）や新株の投機的取引を抑制できるのか？
Q17	新株発行制度改革は、審査・認可制を取り消して、登録制に向かうことを意味するのか？
Q18	良好なパフォーマンスの上場会社はなぜ配当しないのか？ 配当が支払われた後、配当落ちを行わなくても大丈夫か？
Q19	上場会社の配当政策はどのように推進し、確実に実施できるのか？
Q20	上場廃止制度と理性的投資とはどのような関係にあるのか？上場廃止は市場にどのような影響をもたらすのか？強制上場廃止は投資家の投資を無駄にすることではないのか？
Q21	中国の株式市場では、新株、時価総額が小さい株、業績が悪い株に投資する傾向がある。株価が高い時に購入し、低い時に売却する運用方法で損失が出ることがよくある。これらの問題の原因、危険性は何か？新株の購入、およびそのリスクをどのように理解したらよいか？
Q22	2010～2011年の各市場および各株式指数のPER（株価収益率）の水準はどうか？PERとリターンとの関係をどのように理解したらよいか？なぜ購入価格が重要なのか？
Q23	「証監会は株価上昇に責任がある」との心象をどのように変えていくのか？
Q24	中小投資家はどのようにすれば理性的投資とバリュート投資ができるのか？新株の投資価値と投資リスクとの関係をどのように見ればよいか？
Q25	証監会は、バリュート投資やブルーチップへの投資を絶えず提唱してきた。但し、現在の市況から見れば、多数のブルーチップの株価は長期にわたって動いていない。どのようにブルーチップを理解し、選択すればよいか？
Q26	理性的投資の提唱の前提は、真実、正確、完全、適時な情報開示である。証監会はどのように進めていくのか？
Q27	投資家教育をどのように進めていくのか？
Q28	業績が良い会社の株式を購入したにもかかわらず、損失が出て「有毒資産」（不良資産の意）になることはどのように避けられるのか？
Q29	投資家利益を保護する中で、発行体・仲介機関・管理監督部門および投資家自身はどのような責任を負うべきか？
Q30	証券会社が経営プロセスの中で、プロの「仲介機関」としての役割をどのように発揮するのか？
Q31	上場会社が適時開示を行っていないことや、不透明な処罰しか受けていないことに対し、司法プロセスでの解決の道はあるのか？被害を受けた株主は集団訴訟を行えるのか？訴訟のハードルは低いのか？
Q32	専門家自身が株の推奨を通じて利益を獲得することに対し、どのように見たらよいか？
Q33	中央政府や地方政府（省・市）のテレビ局で放映された証券分析・推薦の番組は、厳しく管理されたり、あるいは取消されたりするのか？
Q34	どのように違法な投資顧問会社を取り締まり、インターネットでの「推奨株」の内容を整理し、投資家の合法的な権益を保護するのか？

番号	質問内容
Q35	現時点では中小投資家の司法救済ルートはスムーズに開かれていない。投資家保護局は違法証券行為に対する民事訴訟のルートをスムーズに開くことはできるのか？
Q36	中国の株式市場における機関投資家の現状はどうなっているのか？ 資本市場を発展させるために、投資家構成が合理的で、かつ成熟した機関投資家を必要とする理由は何か？
Q37	中国が機関投資家を発展させるためには、どのような政策と措置があるのか？
Q38	最近、証監会が多数の QFII を批准した。その中の多くは海外年金基金であるが、証監会が地方年金基金や銀行理財（資産運用）資金の株式市場への投資を提唱しているにも関わらず、なぜ実際の運用はなかなか始まらないのか？
Q39	投資家の適格性の角度から見て、「低所得者および年金生活者は株式投資に適しておらず、リスクの低い投資と貯蓄商品を中心に考えるべき」との提案をどのように理解すべきか？適格投資家制度は、中小投資家の投資上の権利を制限することになるのか？
Q40	証監会は、創業板や株式指数先物取引に対し一定の参加条件を設定し、適格投資家制度を推進してきた。これは、中小投資家の市場参加を拒むという意味なのか？
Q41	適格投資家制度を実行する中で、「適切な商品を適切な投資家に販売する」ことをどのように理解するのか？
Q42	中国固有の適格投資家制度はどのように段階的に構築していくのか？
Q43	証券会社は、革新（イノベーション）を通じ、投資家別に特徴のあるサービスをどのように提供するのか？
Q44	違法行為があった場合、証監会に対しどのような方法で報告できるのか？
Q45	「互動易」（上場会社への個別の投資家からの質問を公開して回答するプラットフォーム）の意味および使い方は？
Q46	「上場会社協会」の設立の目的と内部機構はどのようになっているのか？証監会と上場会社との関係はどのようになっているのか？
Q47	旧三板（元々 NET・STAQ システムを使って上場した会社および上場廃止銘柄）の株式は、いつごろ流通株に転換したり、他の市場で取引される機会が出てくるのか？
Q48	歴史上、国債先物取引に深刻な問題が発生した。なぜ、国債先物取引を復活させるのか？また、どのような方法で投資リスクを抑制できるのか？
Q49	証監会は、なぜ中小企業私募債を推進するのか？海外のジャンクボンドとの区別はあるのか？
Q50	現在、海外 ETF 商品の種類が豊富にある中で、証監会はクロスボーダーETF 商品の推進をどのように考えているのか？

(別紙 2)

最近投資家が注目している 50 の話題（主要 13 問）

(Q10) 今後一定の期間、証監会はどのような業務を中心に展開するのか？

(A10) 証監会は、以下の 3 つの業務に重点を置く。

第一に、市場の公平な競争秩序を改善し、投資家の合法的な權益（権利および利益）を保護する。市場の公平な競争秩序を確立し、関連法令・法規を改善し、市場の信用レベルを向上させ、インサイダー取引を徹底的に取り締まり、投資家の合法的な利益の守護人となる。

第二に、実体経済に対するサービス提供の能力を高める。実体経済は基盤であり、資本市場は最適な資源配分の重要なプラットフォームとして、直接融資の規模と比率を継続的に拡大し、多様な資本市場システムの建設を加速させ、貯蓄を有効な投資に誘導し、産業構造の高度化を促進することが必要である。

第三に、技術革新や文化の発展を支援する。多様な資本市場システムを構築する中で、店頭市場、プライベート・エクイティなどの市場の枠組みの設計は、知識・技術革新型企業、現代農業企業、小型零細企業の特徴を重点的に考慮した上で、これらの特徴に見合った制度を構築し、さまざまな特徴を持っている革新型企業を資本市場からサポートし、科学技術の潜在力を実用的な生産力に転換するよう推進する。

上記 3 つの業務は、投資と資金調達、サービスとリターン、リスクと収益の関係と切り離せないため、根本的には一体となっている。

(Q12) 2012 年証券・先物市場発展の主要な目標と任務は何か？

(A12) 第 12 次 5 ヶ年規画（2011 年～2015 年）の概要と第 4 回全国金融工作会議（2012 年 1 月開催）の内容に基づき、証券先物市場の発展に関する目標と任務は既に明確にされた。多様な資本市場の発展、プロの投資家や仲介機関の育成、多くの分野にわたる改革開放の拡大が非常に重要である。2012 年は、約 40%の行政審査項目を取り消したり、権限を下部機関に移管するか統合するかの計画がある。中でも、最も喫緊の課題は、発行制度改革の深化、発行・上場廃止制度および配当制度の改善である。

(Q15) 証監会の新株発行制度改革の中で、（主に個人投資家を指す）中小投資家の權益を保護する為の具体的な政策内容は何か？

(A15) 投資家の合法的權益の保護は、資本市場の各制度・規則策定のコア原則であり、既に新株発行制度改革で十分に反映されている。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。情報開示と市場規律の向上に焦点を当て、新株の発行価格に対し真の企業価値を反映させ、プライマリー、セカンダリー市場を協調させて発展させることが指導意見の主な目的である。具体的には、第一に、情報開示を中心とする発行制度建設の推進、情報開示の真実性・正確性・妥当性・完全性を強化し、プロセス全体と各方面の情報開示の質を高める。第二に、発行体と仲介機関、IPO 価格の照合先の責任を明確にし、違法行為への処罰を強化することは、投資家、特に一般投資家の合法的權益を保護するための措置である。第三に、わが国市場の投資家構造の特徴に基づき、IPO の非オンライン販売比率を高め、

非オンラインからオンラインへのクローバック制度（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個人投資家に配慮した仕組み）も明確にした。中小投資家の新株の購入意思を重視し、市場の規範化と投資家の合法的權益に対する積極的な保護も考慮した。第四に、中小投資家が新株を購入する際の参考資料を提供し、発行体のリスクをより正確にかつ深く判断する為に、独立した第三者機関を導入し、当該機関が上場企業の情報開示に対するリスク分析を行う。

（Q16）高い発行価格での新株発行の危険性はどこにあるのか？ いかにも新株のプライシングメカニズムを改善できるのか？ 「三高」（高い発行価格、高い PER（株価収益率）、高い募集金額）や新株の投機取引を抑制できるのか？

（A16）高い発行価格での新株発行がもたらす結果は、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ことである。ブル相場が短く、ベア相場が長くなることは避けられなくなる。世界的にも珍しいこの高い発行価格で発行する背景として、体制の問題、監督管理の問題、それに社会文化、投資習慣、市場心理などの要因もあり、複雑である。この問題に対しては、包括的に考慮し、総合的に整理整頓する必要がある。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）、新株の投機的取引を抑制する。

市場メカニズムを使った発行制度改革の深化は、2012年1月初に開催された全国金融工作会議の重点任務の一つである。長期的に見れば、情報開示の質を引き続き高め、社会からの監督管理を強化し、法的環境を改善させ、機関投資家を積極的に参加させることが必要となる。発行に対する監督管理の角度から見れば、情報開示に注目し、財務諸表の質を引き続き向上させ、誇大広告と粉飾決算を抑制することが必要となる。2012年4月28日、証監会は「新株発行体制改革を更に深化することに関する指導意見」を公布した。情報開示を中心とする発行制度の構築を明確にした。情報開示の真実性・正確性・妥当性・完全性を強化し、プロセス全体と各方面の情報開示の質を高める。

（Q18）良好なパフォーマンスの上場会社はなぜ配当しないのか？ 配当が支払われた後、配当落ちを行わなくても大丈夫か？

（A18）証監会は、上場会社の配当制度を監督管理し、規律づけている。証監会は、上場会社の株主への利益還元を非常に重視している。近年来、上場会社の配当に対する意識が徐々に強化され、投資家に還元する力も強化されつつあり、しかも一定の成果を達成している。

歴史上の問題で、資本に対する規律と投資リターンメカニズムはまだ弱いところがある。一部の上場会社は配当意欲が高くなく、積極的に株主に利益を還元する意識も不十分である。具体的には、第一に、配当支払い率は全体的に低い。2001～2011年の上場会社の純利益に占める現金配当の割合はわずか25.3%であり、国際的な成熟市場では通常40%前後になっているのと対照的である。第二に、配当支払方法のうち、現金配当を重視していない。過去3年間の上場会社の現金配当金額の純利益に占める比率はそれぞれ41.69%、35.85%、30.09%であった。なお、2011年度の現金配当比率は高くなる見通しである。第三に、相当数の会社が、現金配当を行っていない具体的な理由を開示していない。以上の点は、上場会社全体のイメージに悪い影響を与

え、市場の雰囲気と投資家の心理にも影響を与えた。

ここで留意すべきことは、「会社法」が規定している上場会社の利益配分は会社の自主的な意思決定事項であり、取締役会と株主総会しか配当を支払うかどうかの決定権を持っていない。従って、監督管理部門は上場会社の自主的な経営を十分に尊重した上で、一貫性のある、明確かつ透明性のある意思決定メカニズムと配当政策の構築を奨励し、誘導する。

具体的な措置としては、以下の点が含まれる。第一に、IPO 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。第二に、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。第三に、上場会社の配当関連のオペレーションコストを減らす。第四に、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。これらの措置が積極的な役割を果たすと確信している。

権利落ち、配当落ち後の価格は、配当落ち日当日の始値形成のための参考価格になる。大部分の投資家が当該銘柄に対して楽観的であれば、注文価格は配当落ち価格より高くなり、板寄せ後の実際の始値も配当落ち価格より高くなる。大部分の投資家が当該銘柄に対し悲観的であれば、前述の反対となる。要するに、権利落ち、配当落ち後の価格は必ずしも投資家の取引価格ではなく、これで投資家の収益に影響を与えることはない。配当課税についても、証監会は非常に注目している。市場の変化に適応するために、配当関連のオペレーションコストを削減し、株主への利益還元を向上させるよう、積極的に協調しているところである。

(Q19) 上場会社の配当政策はどのように推進し、確実に実施できるのか？

(A19) 「会社法」により、上場会社の利益配分は会社の自主的な意思決定事項であり、取締役会と株主総会しか配当を支払うかどうかの決定権を持っていない。従って、監督管理部門は、上場会社の自主的な経営を十分尊重した上で、一貫性のある明確で透明な意思決定メカニズムと配当政策の設立を奨励し、誘導する。具体的な措置としては、以下の点が含まれる（(A18) と内容が重複するため省略）。

累計純利益がプラスでありながら、配当をまだ行っていない会社に対し、証監会の地方出先機関は既に徹底的に調査を行った。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。株主に対する利益還元の考え方の確立を企業に十分に促し、コーポレート・ガバナンスを強化し続ける。

(Q21) 中国の株式市場では、新株、時価総額が小さい株、業績が悪い株に投資する傾向がある。株価が高い時に購入し、低い時に売却する運用方法で損失が出るのがよくある。これらの問題の原因、危険性は何か？ 新株の購入、およびそのリスクをどのように理解したらよいか？

(A21) 中国の株式市場の歴史はまだ浅く、また IT 技術が急速に発展した時代に設立されたことで、投資家が容易に取引に参加でき、同時に市場の設立初期は機関投資家の参入がより厳しく制限されたため、個人投資家を中心とするマス投資市場になった。これは中国の株式市場におけるユニークな投資文化であり、海外の資本市場のように初期段階での参加の条件が厳しく、ニッチ市場から徐々にマス市場に発展し、その後機関投資家が発展してきた発展経路とは大きな違いがある。

2011 年末時点で、中国の自然人が保有している A 株流通株の時価総額の割合は 26.5%で、株式市場全体に占める自然人の取引量は 85%に達した。個人投資家の新株発行数に占める購入割合は 70%前後になり、上場初日の取引口座の中で占める割合は 99.8%となっている。加えて、中国特有の文化・習慣の影響で、投資家は「ストーリー」、「話題」に耳を向けることを重視する。株価の高い時に購入し、低い時に売却する傾向が主流になっている。中でも、最も信じられないのは「新株購入」に夢中になることである。2011 年の新株発行価格の平均 PER は 47 倍で、2010 年より約 20%下落したにも関わらず、旧株価の 3 倍以上のレベルになっている。上場後初日の売買回転率は 87%、価格は 30%上昇し、その後徐々に下落し、半年後、発行価格を下回るものが普通になっている。

中小投資家は高価格の新株発行がもたらす主要なリスクを負担している。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を抱えるか、損失を計上している。上場初日で新株を購入する個人投資家の 56.7%は 3 ヶ月以内に損失を出す。「新株購入の機会を絶対に逃したくない」、「経済発展の成果を直接享受する」との考え方を修正、放棄する必要がある。

高価格での新株発行、それと関連のある新株購入、時価総額が小さい株、業績が悪い株に投資することは資源配分機能を損ない、最も基本的なレベルから市場構造を歪めてきた。今後、包括的に見直し、総合的に整理整頓する必要がある。先般、証監会は「株式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、新株購入による投機行為への管理監督を強化した。同指導意見は、①証券取引所に対し新株の異常取引行為の基準を明確にし、新株取引の価格の変動状況および各種投資家の新株取引の損益状況を定期的に集計し、公布すること、②証券会社の証券口座開設の審査と管理を強化すること、③中国証券業協会に適切な自主規制ルールを改善し、正常な新株取引の秩序を維持すること、を要請している。

(Q25) 証監会は、バリュー投資やブルーチップへの投資を絶えず提唱してきた。但し、現在の市況から見れば、多数のブルーチップの株価は長期にわたって動いていない。どのようにブルーチップを理解し、選択すればよいのか？

(A25) 証監会がバリュー投資を提唱した背景には、中国株式市場のバリューエーションが長期的には高く、平均 PER も数十倍のレベルに常に達するからである。但し、現在は既に歴史上最低レベルまで下落し、国際的な主要市場とほぼ同じ水準にある。長期的な投資価値が現われ、合理的な投資にとってよいタイミングを迎えている。合理的な投資、バリュー投資といった哲学は、ブルーチップに注目することの本質でもある。パフォーマンスが悪い株式の不確実性は高く、経験が豊富な投資家だけが適度にリスクが高い投資を選択するものである。

また、ブルーチップが株式市場の真正の価値として位置付けられるのは、主に下記の理由に基づくものである。

第一に、ブルーチップ自身の特徴から説明する。①ブルーチップ企業は歴史が長く、高い知名度と良好な信用力や商品の競争力があり、安定的な収益性もある。また、経済周期の変動にもよく耐えることができ、同時に配当政策が安定し、配当利回りも高い。②ブルーチップ企業は、経済構造と産業構造の変化の方向性を代表し、時代の発展の命脈を把握できる。例えば、ダウ・ジョーンズ工業株の構成銘柄は、世界の株式市場で最も歴史が長いブルーチップであり、その構成銘柄の変更は米国経済の構造の変遷を反映する。③ブルーチップ企業の時価総額は大きく、株

式の流通量も多い。このため、株式も容易には相場操縦の対象とならない。

第二に、業績から見ると、2012年4月末までに、上海証券取引所の上場会社全体の938社が2011年度の決算報告を開示した。うち、上証180指数構成銘柄の2011年末の総資産、純資産が上海証券取引所の上場会社全体に占める割合はそれぞれ93.3%、82%となった。また、2011年度の営業収入は13兆3,539.71億元、純利益は1兆4,650.08億元で、上海証券取引所の上場会社全体の営業収入と純利益に占める割合はそれぞれ74.9%と89.2%となり、営業収入と純利益は2010年度よりそれぞれ22.8%と15.0%増加した。ブルーチップ会社の業績は、上海証券取引所の上場会社の平均レベルを上回るだけではなく、2011年の景気後退の環境の中でも、依然として全体のレベルよりも高くなっている。

第三に、配当状況から見ると、上証180指数構成銘柄で計145社の上場会社が配当案を公布した。うち143社の上場会社が現金配当を行い、現金配当金額は4,086.26億元に達し、上証180指数構成銘柄の2011年度の純利益総額の28%を占める見通しである。また、2011年度の現金配当金額が100億元を超えた会社は6社あり、工商銀行、建設銀行、中国銀行、農業銀行、中国石油、中国神華の各社の現金配当金額の純利益に占める割合はそれぞれ34%、35%、35%、35%、23%、40%となっている。安定的な配当は債券に類似したリターンと、比較的安定したキャッシュ・フローを投資家に提供できる。

第四に、コーポレート・ガバナンスから見ると、上証180指数構成銘柄の例では、多数の上場会社はコーポレート・ガバナンスや規範的な会社運営の面でパフォーマンスがよい。優秀で誠実な経営陣や規範的な会社運営は、会社の持続的・安定的・高速的な発展と株主価値の最大化の基盤である。

他に、証監会のモニタリングによれば、2012年第1四半期において、ほとんどのブルーチップの株価が上昇した。一方、非ブルーチップの株価はほとんど下落し、双方の変化幅は約12%になった。これは、バリュー投資の哲学が戻っていることを意味している。

証監会がブルーチップへの投資を提唱しているが、実際は投資哲学を提唱し、具体的な銘柄を推薦しているわけではない。株価に影響する要因は多種多様であり、また、ブルーチップの概念、範囲もいつまでも変わらないわけではない。従って、ブルーチップの中身を機械的に理解するのではなく、多様な市場に対し、投資家は合理的投資やバリュー投資の原則を把握し、市場の現状や自分自身の事情も考慮した上で、具体的な分析を行った上で銘柄を選択する必要がある。

同時に、証監会は、関連制度の構築を加速させ、上場会社の合理的かつ持続的な配当支払いメカニズムの構築を規律付け、中長期資金の市場への参入スピードを加速し、バリュー投資に有利な環境を作り、投資家のリターン獲得に向けた基本的な制度を確保する。投資家には、高い目線から全体の状況を考慮し、心理を落ち着かせ、独自のバリュー投資哲学を構築し、価値があるブルーチップ銘柄を探すよう提案する。

(Q36) 中国の株式市場における機関投資家の現状はどうなっているのか？ 資本市場を発展させるために、投資家構成が合理的で、かつ成熟した機関投資家を必要とする理由は何か？

(A36) 成熟した市場と比べ、中国の市場では専門的な機関投資家の規模が小さいことは明らかで、投資家構成の不均衡も顕著である。2011年末時点で、流通A株の時価総額に占める自然人が保有している割合は26.5%、企業の割合は57.9%、専門的な機関投資家の割合は15.6%となっている。

一般投資家に比べ、機関投資家の専門性は高く、多くのメリットがある。成功した機関投資家は皆、企業や業界を選択する手法を有している。また、明確な投資戦略や強いリスク回避能力もある。資金量も多いため、多様で柔軟なポートフォリオ運用ができる。また、短期的な市場変動の影響を受けた場合でも、資金面の圧力が理由で、不利な条件で証券の売却を余儀なくされることはない。機関投資家のバリュー投資、長期投資の特徴は、市場の安定化に向けて重要な役割を果たすことになる。先進国の市場では、機関投資家の株式を保有する割合は時価総額の 70%前後を占めており、その半分は年金基金と保険会社等の長期運用の機関投資家で、公益財団と寄付基金も多数ある。機関投資家は常に成熟市場の安定的発展のバックボーンである。この数年来、日・米・欧などの先進国の市場は 21 世紀型金融危機を経験してきたが、それらの資本市場の変動幅は逆に新興市場の変動幅を大幅に下回っている。こうした事象に対し、中国は深く考えなければならない。

(Q37) 中国が機関投資家を発展させるためには、どのような政策と措置があるのか？

(A37) 中国の現在の状況から見れば、戦略的任務の一つとして、重要な位置づけを以って、機関投資家を育成しなければならない。投信会社の現代的な資産管理機関への移行を促進し、社会保険基金、企業年金、保険会社が自身のニーズに合ったポートフォリオに応じて投資を行い、私募基金を透明化しその発展を規範化するよう誘導する。適格外国機関投資家 (QFII) の導入を適切なスピード感で加速すべきである。特に香港・マカオからの機関投資家の導入や人民元建て金融商品の導入は重要で、ETF (上場投資信託) の開発を重点的に奨励する。既に証監会は、QFII の運用枠を 500 億ドル、人民元建て適格外国機関投資家 (RQFII) の運用枠を 500 億元引き上げている。その他、市場での投資に関連する税収政策を積極的に改善し、機関投資家の健全な発展の為に良好な外部条件を作り出す。

(Q38) 最近、証監会が多数の QFII を批准した。その中の多くは海外年金基金であるが、証監会が地方年金基金や銀行理財 (資産運用) 資金の株式市場への投資を提唱しているにも関わらず、なぜ実際の運用はなかなか始まらないのか？

(A38) 海外の状況から見ると、年金は最も一般的な機関投資家である。多数の年金がその資産を公募ファンド、ヘッジファンドなどの資産管理機関に委託し投資する。その中で欧米諸国の年金の委託投資比率は比較的に高い。2010 年末時点で、退職年金基金が米国公募ファンドの資産に占める割合は 40%となっている。これらの年金基金は、高いプロの運用能力を保有し、リスクヘッジの能力も強く、成熟市場の安定的発展のための牽引力になっている。

海外年金基金も、中国の資本市場に強い関心を持っている。多数の海外年金基金は既に QFII 制度を通じ中国の資本市場に投資している。投資の一つの方法は、直接 QFII 資格を申請することであり、現在、既にケベック預金投資金庫 (CDPQ)、カナダのオンタリオ州教員年金基金 (OTTP)、カナダ年金投資計画委員会 (CPPIB)、オランダ Stichting Pensioenfonds voor Huisartsen、韓国国民年金公団、香港 Hospital Authority Provident Fund Scheme の 6 つの海外年金基金が QFII 資格と 7.5 億ドルの運用枠を獲得している。二つ目の方法は、QFII が組成した中国国内向け投資ファンドなどの商品を通じ、間接的に中国の資本市場に投資することである。

従って、年金の資産運用のニーズから見ても、資本市場の安定的・健全な発展の目標から見ても、年金を含む機関投資家を積極的に育成する必要がある。現在、証監会は、関係部門と年金基

金などの長期資金の運用に関する税制優遇措置を議論している。当然ながら、年金の市場運用とは、株式市場に 100%投資することではなく、ポートフォリオやファンドによって投資に対するニーズも異なるものである。また、株式以外の投資対象としては、国債・金融債・企業債を含めた債券市場もあり、その他に銀行理財商品・預金・現金等もある。

銀行理財商品の株式市場での運用は、関係部門が研究しているところで、リスクを十分に開示し、投資家が自分自身で投資を判断することが焦点となる。

(Q42) 中国固有の適格投資家制度はどのように段階的に構築していくのか？

(A42) 現実的に考えると、中国固有の適格投資家制度の構築は、投資家を保護する根本的な措置である。歴史上および技術的な問題で、中国の資本市場が始まった当初、千万人以上が参加したマス市場となっていた。しかも、毎年大勢の新しい投資家が資本市場に殺到した。彼らは株式市場のリスクに対する認識が弱く、殆どの場合、他人の意見に従い、「ストーリー」を信じてしまい、株価が高い時に購入し、低い時に売却する運用になっているため、膨大な損失が出た。毎年、何百万人にもわたる投資家が、心身ともに疲労困憊し、市場から離れてしまった。これは、管理監督機関にとっては看過し得ない状況である。

現在の条件の下で、適格投資家制度の推進は、まず、株式市場に対し最もリスク負担力がない人達を市場に参加しないようにアドバイスする。次に、多数の投資家にとっては、一番良い投資方法は常識に従うこととなる。例えば、①優良大型銘柄を選択、②全ての卵を一つのバスケットに入れず（分散投資を意味する比喻）、なるべく多数の企業の株式を購入する、③高すぎる価格で購入しない、といったことである。最後に、プロとしての知識を持ち、リスク負担力が高い投資家こそ、皆に馴染みがなく、業績も不安定で見通しが不確定の企業（ニッチ市場）への投資に適している。

現在、適格投資家制度は徐々に改善され、創業板、株式指数先物、信用取引などは既に合理的なモデルとして構築されている。市場の反応としては、これらの適格投資家制度は既に認知されているのが現状である。次の段階としては、債券市場、店頭市場などの構築および仲介機関の規範的な発展は、すべて適格投資家の理念によって融合される。中小投資家が中心の取引主体となっている現状はかなりの期間継続する為、証監会が引き続き投資リスクの開示と投資家保護を強化し、投資家が慎重に市場を評価し合理的に参加するよう誘導し、適切な商品を適切な投資家に販売することを確保する必要がある。その過程で、投資家構成が改善され、合理的に投資する市場文化も育成できよう。

(Q50) 現在、海外 ETF 商品の種類が豊富にある中で、証監会はクロスボーダーETF商品の推進をどのように考えているのか？

(A50) インデックス投資の重要な商品として、ETF は既に個人と機関投資家にとっては最も重要なアセットアロケーションツールの一つになっている。この 20 年来、国際市場で最も速く発展してきたファンド商品でもある。

クロスボーダーETF商品は、主に二つの内容から構成される。一つ目は、中国国内で海外指数に連動する ETF を設定することである。証監会は、既に海外クロスボーダーETF商品に関する国際的な経験、モデルの選択、運用メカニズム、リスクコントロールなどの関連問題を深く研究してきた。適格国内機関投資家（QDII）制度の枠組みの下で、海外指数連動の ETF 商品に投資

し、同時に中国国内の取引所で上場する海外クロスボーダーETF取引案を提言した。中国本土と香港間の「経済貿易緊密化協定」(CEPA)に基づき、証監会は最近、香港株ETFの中国本土での上場準備作業を積極的に推進し、現段階では基本的に完了している。二つ目は、海外ETFのA株指数に連動する商品の開発である。現在、証監会は人民元建て適格外国機関投資家(RQFII)の枠組みの下で、香港取引所に上場するA株指数連動のETF商品の推進について、関係部門と共同で取り組んでいる。

二種類のクロスボーダーETFの共同発展を通じて、クロスボーダー資本の双方向で、秩序のある、バランスの取れた流動メカニズムを改善し、A株市場の良好な発展を促進する。

著者紹介

関根 栄一 (せきね えいいち)

株式会社野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

1969年生まれ。1991年早稲田大学法学部卒業、1996年北京大學漢語センター修了、2002年早稲田大学社会科学部研究科修士課程修了(学術修士)。1991年日本輸出入銀行(現・国際協力銀行)入行、北京駐在員事務所、開発金融研究所等を経て、2006年5月野村資本市場研究所に入社。2010年7月より現職。主要論文に「動き始めた中国の対外証券投資」『資本市場クォーターリー』2006年秋号、『中国証券市場大全』(共著)などがある。

杜 進 (Du Jin)

株式会社野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表補佐

北京外国語大学卒業、横浜国立大学国際社会科学部研究科、経済学修士。
中信銀行、野村証券北京事務所などを経て2012年1月より現職。



Chinese Capital Markets Research