

中国の個人投資家

王 東明

1 はじめに

現在、中国株式市場の投資家は六、六〇〇万（登録口座数）を超えているが、その殆どが個人投資家（九九％）であり、法人・機関投資家はわずか一％に過ぎない。このような個人投資家を中心とする市場構造の下で、投資家はどのように構成され、何を求め、どのような行動をしているか。小稿では、近年の個人投資家の状況を整理し、幾つかの投資家調査の紹介を通じて、投資家の特徴および投資構造を考察する。そして、投資家保護の観点から株式市場の問題点を考える。

2 投資家の状況

この一〇年余りで、中国の株式市場は上海と深圳の地域的な市場から全国的な市場へと発展し、投資家数も急速に増えた。二〇〇二年末現在の両取引所の投資家登録口座数は既に六、六〇〇万を超え、九一年の一八〇倍にも上った。⁽²⁾特に、九六年、九七年および二〇〇〇年の三年間は、投資家数が急増し、新規口座数が各年とも一、〇〇〇万の大台を突破した（表1）。投資家の急増の原因は、経済の高成長と関連し、また個人収入および貯蓄の増加、投資家の株式市場に対する期待感が一段と高まったことと関連しているのではないかと考えられる。

それでは、年々増え続けている投資家はどのように構成されているか。上海証券取引所の資料によれば、次の

通りである。すなわち、男性の投資家は五割を超え、女性の投資家は四割前後を占めている（表2）。また、投資家の年齢構成を見ると、五〇歳以下は全体の八割前後を占め、うち三〇代が最も多い（三割超）ことがわかる（表3）。そして、投資家の学歴を見ると、高校・専門学校卒以下という低学歴の投資家が多く（六割超）、逆に大卒以上の高学歴の投資家は一割前後に止まっている（表4）。

以上のように、中国の投資家は男性が多く、しかも二〇代、三〇代という若い年齢層が多く、また低学歴の投資家が大半を占めていることが明らかである。ここでより詳細な投資家状況および投資構造を把握するため、中国証券報の全国調査⁽³⁾と深圳証券取引所の中心城市調査⁽⁴⁾を中心に調査結果を紹介することにしよう。

3 投資家調査

昨年末、中国証券報と華泰証券は、全国範囲で一万人以上の個人投資家を対象にアンケート調査を実施し、うち五千人から有効回答を回収し、二〇〇一年度の調査結果を発表した。また、深圳証券取引所と六社の証券会社は、深圳、上海、北京など六つの中心城市で二、七二四名の個人投資家を対象にアンケート調査を実施し、二、五八七人から有効回答を得て、「中国株式市場の個人投資家状況」の報告書をまとめた。以下ではこの二つの調査結果を見ていこう。

表1 中国株式市場の投資家数の推移

(登録口座数：万)

年末	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
上海	11	111	424	575	685	1,207	1,713	1,999	2,281	2,958	3,430
深圳	26	106	354	484	557	1,099	1,620	1,912	2,201	2,843	3,221
A株	37	116	776	1,056	1,238	2,293	3,315	3,893	4,462	5,774	6,502
B株		1	2	3	5	14	17	18	20	27	149
個人	37	215	775	1,054	1,236	2,298	3,320	3,896	4,462	5,773	6,608
法人・機関	0.06	1	3	5	6	8	13	15	19	28	43
新規口座数	36	180	561	281	183	1,064	1,027	578	571	1,319	850
登録口座数	37	217	778	1,059	1,242	2,306	3,333	3,911	4,482	5,801	6,651

(注)登録口座数はA株(国内投資家向け)とB株(海外投資家向け)を含む。数字は四捨五入。
(出所)上海・深圳証券取引所、中国証券監督管理会の年鑑・年報より作成。

表2 上海証券取引所の投資家の性別

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
年未						
男性	55.58	55.30	55.14	57.36	55.26	54.76
女性	35.75	38.57	39.60	42.64	44.74	45.24
その他(不明)	8.66	6.13	5.26	0.00	0.00	0.00

(出所)『上海証券取引所統計年鑑』の各年版より作成。

表3 上海証券取引所の投資家の年齢

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
年未						
30歳未満	22.29	23.70	24.12	24.86	26.47	26.93
30歳～40歳	31.39	32.18	32.18	32.23	33.81	33.68
40歳～50歳	22.04	22.60	22.67	22.56	23.37	22.93
50歳～60歳	8.88	8.86	9.05	9.03	9.41	9.44
60歳以上	6.79	6.67	6.76	6.72	6.93	7.03
その他(不明)	8.60	6.09	5.22	4.61	0.00	0.00

(出所)『上海証券取引所統計年鑑』の各年版より作成。

表4 上海証券取引所の投資家の学歴

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
年未						
高校・専門学校卒業未満	32.73	38.00	35.19	32.93	36.61	38.17
高校・専門学校卒	9.81	10.95	15.73	19.46	28.82	27.68
短大卒	17.35	18.10	18.15	18.38	21.64	21.53
大卒	7.41	7.51	7.68	7.65	8.55	8.51
修士以上	3.14	3.65	4.19	3.97	4.37	4.11
その他(不明)	29.56	21.79	19.07	17.61	0.00	0.00

(出所)『上海証券取引所統計年鑑』の各年版より作成。

(1) 性別

中国証券報の調査で、投資家の男女比率を見れば、男性は八割(八一・一六%)以上、女性は約二割(一八・八四%)である。この結果は、九五～二〇〇〇年の調査(男性：七割、女性：三割)より男性が増えていることがわかる。男性投資家が増えた原因について、近年の株式市場は投資リスクが高く、男性が女性より「博打ゲーム」に勝負心が強いと分析されている。

(2) 年齢

投資家の年齢層を見ると、二〇歳未満は〇・四八%、二〇歳～二九歳は一・四七%(前年比三%減)、三〇歳～四九歳は四九・九三%(前年比五%減)、五〇歳～五九歳は一八・八五%(前年比三・八四%増)、六〇歳以上は一九・二四%(前年比四%増)という調査結果が出た。二〇〇一年度では、五〇代以上の投資家が増加し、特に六〇歳以上の定年退職層が増えている。逆に五〇歳以下の若い世代は減っており、特に三〇代～四〇代の比率が九五年の調査開始から現在までの間に初めて半数を割った。若い年齢層が減った原因は、二〇〇一年の株価の急落と関連していることが強調された。

深圳証券取引所の中心都市調査では、投資家の多い年齢層は二〇歳～五〇歳で、全体の七七・五九%を占め、

五〇歳以上は一六・九六％である。投資家の最低年齢は一六歳、最高年齢は八三歳、平均年齢は四三歳である。

(3) 学歴

投資家の学歴の構成は次の通りである。すなわち小学校卒以下は〇・七一％(前年比〇・〇九％減)、中学校卒は四・五五％(前年比一・八五％減)、高校・専門学校卒は二一・八五％(前年比一・八五％減)、短大卒は三八・八七％(前年比約四％増)、大卒は三〇・六五％(前年比〇・八五％増)、修士以上は三・四％(前年比一％減)である。ここでは、高卒以下の低学歴の投資家が減ったが、短大卒と大卒という高学歴の投資家が増え、全体の七割前後を占めた。しかし、九三年～九八年の調査では、低学歴の投資家が増えている傾向がみられる。

深圳証券取引所の調査では、大卒以上の投資家は三割前後(二九・三三％)を占め、高校・専門学校卒以下の低学歴層は四割(四三・八一％)を超えている。

(4) 職業

投資家の職業については、サラリーマンが中心である。その内訳は、国家機関および国有企業の幹部は三〇・六％で、二〇〇〇年とほぼ同水準である。技術者は一一・六二％で、前年比四％の減少である。現役の軍人や警察官は一・〇四％で、前年と比べやや減った。外資系企業・集団所有制企業・私営企業の管理人員は四・八九％、株式会社企業の管理人員は四・五二％で、両方ともやや上昇した。現場労働者(生産、運送)は二・九六％で、前年と比べ半減である。学生は〇・九九％でやや増えた。農業関連(農・林・牧・漁・水利)の労働者は〇・七四％、個人経営者は二・四二％で、前年とほぼ同じ水準である。職業投資家と呼ばれるデイ・トレーダーは四・

七六%、前年(六%)より少ない。ここで投資家のうち、収入が比較的高く、職業も安定している公務員、国有企業の幹部および技術者が多く、一般労働者が少ないことが窺われる。

一方、失業・レイオフの投資家は六・三五%、定年退職者の投資家は二一・九%で、両者を合わせると三割(二九・二五%)前後で、前年比五%の増加である。近年、失業・レイオフの人数が増え、生活が不安定でありながら、わずかな貯蓄で、株式市場で利益を獲得して生計を立てようとする考えの人が増えている。また定年退職者の投資家も増え、株式投資が老後生活の楽しみの一つとして投資する老人は少なくない。

深圳証券取引所の調査では、投資家の職業構成は政府機関幹部(一七・八七%)、労働者(一六・一八%)、技術・教育・文化・医療・マスコミは(二二・七三%)、サービス業(一〇・〇二%)、失業者(九・四七%)、個人経営・私営企業のオーナー(八・二五%)、軍人(一・五七%)、農民(一・五三%)、芸術・スポーツ選手(一・四九%)、学生(一・〇六%)、その他(一九・八四%)という順位になっている。また、投資家のうち、デイトレーダー(職業投資家)は七・五%、無職の投資家は一四・五%である。

(5) 投資歴

二〇〇一年の投資歴を見れば、九五年以前に株式市場に参入したいわゆる古い投資家(「老股民」)は三六・八四%、前年と同水準である。九六年〜九八年の新規参入者は三五・二二%、前年(四〇・五%)より五%前後が減った。九九年〜二〇〇一年までの三年間の新規参入者は、それぞれが八・一三%、一二・一六%、七・六一%であり、特に、二〇〇〇年に株価の上昇によって新規参入者が最も多かった。

中国証券報の調査分析によると、九五年以前の投資家は投資の経験が多く、二〇〇一年の株価の乱高下に対し

ても、比較的平常心を保っている。九六年～九八年の新規参入者は、この間の株価の低迷および激しい変動に動揺し、退場する者が増えている。九九年と二〇〇〇年の新規投資家は二割を超え、この時期の株価の上昇により、安定した新規参入者を獲得した。二〇〇一年は株価の急落と幾つかの政策（国有株の売却など）が不透明のため、新規参入者が減ったと説明されている。

深圳証券取引所の調査では、投資家の平均投資歴は五・四年、九五年以前の投資家は三六・九%、二〇〇〇年以後の新規参入者は二一・八六%で、以上の調査とほぼ同じ結果が得られた。

(6) 収入

投資家の収入は表5で示している。すなわち、平均月収一、〇〇〇元（二元＝一六円）未満の低収入層は四割を超え、一、〇〇〇元以上三、〇〇〇元未満の中間層は半数前後を占めているが、両者を合わせると九割以上になった。三、〇〇〇元以上の高収入層は一割前後に止まっている。二〇〇一年の平均月収は前年度の調査と比べ、一、〇〇〇元未満の低収入層は七%減少した。一方、一、〇〇〇元以上二、〇〇〇元未満の層はやや増え、二、〇〇〇元以上五、〇〇〇元未満の層は五%増、五、〇〇〇元以上八、〇〇〇元未満の層はわずかに増加し、中高収入の層は増えている。しかし、八、〇〇〇元以上の超高収入層はやや減った。

二〇〇一年の投資家の収入は前年度と比べれば、三一・八%が増加、四三・三六%が変わらず、二四・九四%が減少と答えた。大部分の投資家の収入は安定している。但し、収入の減少した投資家は前年度より七%上昇し、九九年の数字とほぼ同比率となった。

表5 中国投資家の収入構成 (2001年)

平均月収	比率 (%)
500元未満	12.24
500元以上～1,000元未満	30.20
1,000元以上～2,000元未満	36.23
2,000元以上～3,000元未満	12.89
3,000元以上～5,000元未満	4.65
5,000元以上～8,000元未満	1.94
8,000元以上	1.85

(出所)『中国証券報』2002年4月5日より作成。

また、収入が増えた投資家はこの三年間ほぼ同じ水準である。

投資家の収入が増えた理由について、二〇〇一年のマクロ経済状況が安定し、積極的な財政政策が実施され、経済に刺激効果が出て、多数の企業の業績は改善された。また、公務員の賃金もアップし、投資家の三分の一前後が公務員と国有企業の幹部であるため、投資家の収入増につながった。しかし、ITバブルおよび世界経済の低迷の影響で、高収入の投資家は減少し、一部の投資家も収入の減少を感じたと分析されている。

深圳証券取引所の調査では、中心都市の年収二万元以下の投資家は五五・六三%を占めている。

(7) 金融資産

投資家の金融資産を見ると、株式(投資口座内の資金を含む)は六三・七八%(前年比三%減)、投資信託は三・七三%(前年比二・五七%減)である。また国債は一・五九%、社債は〇・九九%、預金は一五・三五%、現金は五・八二%、保険は二・二三%という構成になっている。

ここでは投資家の金融資産の大半は株式投資であり、しかも調査開始からの五年間に連続して株式の比率が六割を超えている。逆に、現金・預金の比率(二割)は比較的少ないことが特徴である。一般的に、中国の都市部個人金融資産の大半は預金(六割以上)であるが、今回の調査は投資家の預金が一五%であり、さらに六割以上の投資家は預金比率が一割以下である。金融商品がまだ少ない中国において、投資家の選択は株式に集中し、「定期預金をするよりは、むしろ株式を買った方がよい」という投資判断になっているのである。また、九割以上の投資家は投資信託を金融資産の一割以下に抑えたいという調査結果が出ている。

深圳証券取引所の調査では、投資家の金融資産のうち、株式と投信の投資は六割前後(六〇・六七%)を占め、

うち五割前後が株式の投資である。一部の投資家（約二・六二％）は借金して株式に投資している。

（８）投資構成

株式市場の投資構成は表6に示されている。つまり一〇万元未満の小口投資家は半数（四六％）近く、一〇万元以上三〇万元未満の中位（中規模）投資家は四割前後で、中位以下の投資家が九割を占める。逆に、五〇万元以上の大口投資家は一割前後に止まっている。

深圳証券取引所の調査では、小口投資家（一〇万元未満）は六〇％、中位投資家（一〇万元～五〇万元）は三五％、大口投資家（五〇万元以上）は五％になっている。株式市場は中小規模の投資家が支えていることがわかる。

（９）投資成績

株式市場の投資成績を見れば、二〇〇一年投資損が出た投資家の比率は八五％に達し、前年比五倍にもおぼろげな投資成績の過去最低を記録した。また深圳華鼎市場調査会社の調査では、以上に近い調査結果（八一・四九％）が出た。⁶中国証券報の過去九年間の調査資料を見れば、九八年は損失を被った投資家が六八％で、他の年はおよそ五〇％前後である。二〇〇一年はそれをはるかに超えている。それを受けて、二〇〇一年の相場に対して、「非常に不満」を持つ投資家は六六・八％、「不満」は二〇・二％、「満足」しているのはわずか六・四％で、大多

表6 中国投資家の投資構成（2001年）

株式市場に投資した資金	比率（％）
5万元未満	19.08
5万元以上～10万元未満	26.57
10万元以上～30万元未満	32.06
30万元以上～50万元未満	11.20
50万元以上～100万元未満	6.86
100万元以上～500万元未満	3.65
500万元以上～1,000万元未満	0.44
1,000万元以上	0.18

（出所）『中国証券報』2002年4月5日より作成。

数の投資家は不満を持っているのである。

投資損を被った投資家のうち、具体的にどの程度の損失があったかという投資損率を見れば、損失一〇%前後は一五・五%、二〇%～五〇%は五四・一%、半数以上は一四・六%に達した。損失二〇%以上は七割前後で、前年度の一〇倍になった。損失源を見れば、九九%は流通市場の売買で、一%は新規発行によるものである。今まで、発行市場のリスクはほとんどなかったが、中国石油化学、安陽鋼鉄の新規上場および一部の増資企業は発行直後に発行価格を割り込んだことで、「発行抽選に当れば儲かる」という神話が崩れはじめている。一方、勝負同率の投資家は約五%で、利益を獲得した投資家は一〇%前後しかない。利益源を見ると、流通市場の売買は七一%、新規発行は二七%、委託売買は二%である。

深圳証券取引所の調査では、投資開始から「儲かった」、「勝負同率」、「損失した」の比率はそれぞれ二二%、三四%、四四%であり、「損失した」投資家が比較的多い。また、投資家の四〇・八%は「最も儲かった年」は二〇〇〇年と認識し、その次に九九年である。逆に、八二・六%の投資家は「最も損失した年」は二〇〇一年と選択し、上述の二つの調査結果と一致している。

(10) 投資リスク

深圳証券取引所の調査では、投資家の六割以上(六一・四%)はいわゆるST銘柄(二年連続赤字)、PT銘柄(三年連続赤字)という「ボロ株」を購入した経験がある。現在でも二割以上(二三・六%)の投資家は依然ST銘柄とPT銘柄を持っている。なぜこのような「ボロ株」を購入したかという理由を尋ねると、投資家は投機のチャンスがあるからだと答えた。近年、ハイリスク・ハイリターン⁽⁷⁾の投資理念は一部の投資家に浸透してい

るが、これは赤字企業の経営改善や資本注入および吸収合併などに期待する投資家は少なくないと考えられる。

また、投資リスクについて、九割以上の投資家は株式市場のリスクが「非常に高い」または「比較的高い」と認識している。投資リスクは主に市場の非規範化（インサイダー取引、株価操作、虚偽の情報など：四六・六％）と政府の政策変化（四二・一％）という理由に集約されている。

(11) 株価の変動要因

二〇〇一年の株価はなぜ下がったか、それはどんな要素によって影響されたかについて、政府の市場政策（国有株の売却計画など）は七七・八％、業績と企業経営は九・九％、監督管理は九・七％、マクロ経済は二・六％の調査結果が出た。また、今後の相場は何を重視すべきかについては、政策の変化（六九・四％）、企業業績（二三・四％）、投資の技術面の分析（四・七％）および大口・機関投資家の動態（二・四％）という回答が得られた。国の政策は株式市場に依然大きな影響力を持っていることがわかる。

(12) 投資失敗の理由

投資失敗の理由について、深圳証券取引所の調査では、政府の政策変化（六七・〇％）、企業の粉飾決算（五〇・九％）、大口・機関投資家の株価操作（四一・六％）、投資経験や知識の不足（二八・七％）によるものである。

近年、政策的要素は相場に対する影響が次第に弱くなっている中、二〇〇一年はいわゆる「政策相場」が再び注目され、政府の政策審議の透明性が欠け、市場の政策リスクが高いことが批判されている。⁸⁾ また、粉飾決算や

相場操縦などの問題も増えていることが、調査からうかがうことができる。

(13) 株式投資しない理由

投資家周囲の者はなぜ株式を投資しないのかという質問に対して、投資家は次の六つの理由を挙げている。

- (1) 儲からない(五二・四%)、(2) 株式市場が規範化されていない(三〇・九%)、(3) 投資の知識が足りない(二一・七%)、(4) 貯蓄したい(二・八%)、(5) 金が足りない(一・八%)、(6) 時間と精力が足りない(一・五%)。

ここで特に注目されるのは、「儲からない」の比率が二〇〇〇年の一九・八%より大幅に増えたことである。これは二〇〇一年の株価の急落によるもので、投資家の市場に対する不信感が高まっていることと関連しているのではないかと考えられる。

(14) 投資信託の購入

二〇〇一年、投資信託を購入した投資家は全体の四六・四一%、前年度の四四・六%よりやや増えているが、九九年の七〇%、九八年の六〇%に比べると、大幅に減った。上述した投資家の金融資産に占める投信の比率も減っており、投資家の投信離れがみられる。また、二〇〇一年から、オープンエンド型投信がスタートし、華安創新、南方穩健成長、華夏成長が設定されたが、わずか四・一二%の投資家が購入し、九五・八八%の投資家は購入しなかった。

深圳証券取引所の調査では、投資家の半数近くはクローズドエンド型投信を購入した経験がなく、約一九%の

投資家はそれを持っている。投資家が投信を購入する主な理由は、投信の「分配金」と「純資産」を挙げているが、「基金管理人の能力」や「基金管理会社の規範化」を配慮する投資家はわずか七％以下になっている。また、オープンエンド型投信をどの程度知っているかについて、「少し知っている」という投資家は五二％、「全く知らない」は二四・三％である。

(15) 利益処理

投資家が利益を獲得したとき、その利益をどのように処理するかについて、投資家の六三・九％は「一部は再投資、一部は消費」、二八・一％は「全部再投資」、八％は「全部消費」という調査結果が出た。

(16) 投資パターン

二〇〇一年の中長期的な投資家は四一・四五％、前年比三四・三五％の減少であるが、短期的な投資家は五八・五五％、前年比三四・三五％の増加である。相場が不安定で低迷すれば、短期的な投資家が増え、逆に中長期的な投資家は減る一方である。

深圳証券取引所の調査では、投資家の投資目的は、七割（七八・六％）以上が株式の売買によるキャピタル・ゲインを得たい、一割前後（一一・七％）が配当を獲得したいということである。中長期的に投資したい投資家は四割（三八％）近くに達している。実際に、三ヶ月、一年株式を持つ中期的な投資家は五割（五四・六％）を超えている。

(17) 投資方法

投資方法について、深圳証券取引所の調査では、証券会社の窓口注文は六九・五%、電話による注文は一八・五%、インターネットによる注文は八%である。窓口注文および電話注文といった伝統的な注文方法は九割近くを占め、ネット注文はまだ少ないと言えよう。

(18) 投資知識

投資家がどこから投資知識を得ているかについて、深圳証券取引所の調査では、新聞雑誌(三六・九%)、本(二三・六%)、親戚友人の紹介(二〇・六%)、専門家の解説(二二・九%)、各種の講座(三・四%)、学校の教育(二・六%)の順である。投資家の大部分は書物および親戚友人の紹介から投資知識を得ている。

(19) 投資情報

投資家がどこから投資情報を入手しているかについて、深圳証券取引所の調査では、新聞が最も多く、テレビがそれに次ぎ、両者を合わせれば七八・三%に達している。インターネットによる投資情報の入手は八・八%である。

また、上場企業のディスクロージャーによる開示情報について、「普通に関心を持つ」投資家は四四・七%、「あまり関心を持たない」は七・九%である。そして「あまり関心を持たない」理由を尋ねると、「会社情報が信頼できない」(四一・四%)、「大口・機関投資家はこれらの開示情報を既に知り、あまり意味がない」(三一・三%)という回答を得た。

そして、投資家が最も知りたい会社情報が何かについては、財務諸表（五六％）、発展戦略（一九％）、臨時公告（一一％）、株式所有構造（一一％）および経営陣（三％）の順で、企業の財務状況および発展戦略に対する関心度が高い。

4 投資家保護

次に、深圳証券取引所の調査を通じて、投資家の権利や投資家保護に関する調査結果を紹介する。

（１）投資家の権利

今回の調査では、大部分（七〇％以上）の投資家は株主総会の議決権を認識しているが、株主の閲覧権などの会社を知る権利を認識している投資家は半数前後（五〇・三％）に止まっている。殆どの投資家（九七％以上）は会社に対して詰問権、建議権の行使は意味がない、あるいは行使の方法がわからないと答えた。また、六割近い投資家は配当についての決定権を株主が持つことを知らない。五割前後の投資家は緊急時に株主が株主総会の開催を要求する権利があることを知らず、六三・九％の投資家はこの投資家保護（特に中小株主）のための法規定は意味がないと答えた。総じて言えば、投資家は株主の権利に対する認識が低いと分析されている。

また、現状では、投資家の七七％は上場企業の規約、株主総会の記録および財務報告書などの重要書類を閲覧した経験がない。その一方、企業の書類を閲覧した経験のある投資家のうち、一割前後（一二・二％）はもはや企業の書類を閲覧したくないと答えた。ここでなぜ大半の投資家は企業の書類を閲覧しないのか。その理由は、新聞や雑誌から上場企業の情報を簡単に入手できるからではなく、大部分の投資家（六一・六％）は企業の開示

情報に対して不信感を持っているからである。企業の開示情報の信頼性が問題視されている。

また、株主総会に参加した経験のある投資家は全体の二割以下に止まっているが、九割以上の投資家は参加した経験がない。その理由を尋ねると、六割以上（六三％）の投資家は「自分の持分が過小」であり、二割（一八・六三％）前後の投資家は「参加のコストが高い」と答えた。また、四割（四一・六％）前後の投資家は「自分の議決権を委任してもよい」と認識している。

（２）投資家保護の現状

投資家の権益が侵害されているかどうかについて、半数以上（五一％）の投資家は自分の権益が侵害されていると感じているが、三五・九％の投資家はそれを確定できないと答えた。また証券市場の個人投資家保護について、「不満」を持つ投資家は全体の八割前後（七九・一％）を占める。そのうち、最も深刻な問題は保護措置の不備（四三・七％）である。投資家保護の不備の原因は、主に「監督管理の力が足りない」（六四・四％）と「法規の不備」（六〇・六％）という行政サイドの問題および市場制度面の問題に集中している（表7）。しかし、九割近い投資家は、現在の監督管理部門が投資家保護のために採っている措置を支持し評価している。それにもかかわらず、三割（三二・一％）前後の投資家だけは監督管理部門の投資家保護の力を信じているが、三六・七％の投資家は依然としてそれに疑問を持っている。そして、約五割（四九％）の投資家は上場企業の反則行為を厳正に処罰することが、投資家保護のための最も緊急な課題であると認識している。

表7 投資家保護の不備の原因

項目	比率（％）
監督管理の力が足りない	64.4
法規の不備	60.6
市場操縦	29.7
情報開示制度の不備	28.8
仲介機関の信頼度が低い	20.3
株式所有構造の不合理	19.9
企業ガバナンスの問題	16.6
投資家の自己保護意識が不足	11.5

（注）重複回答がある。
（出所）陳斌・李信民・杜要忠「中国股市個人投資者狀況」『中国証券報』2002年4月15日より作成。

また、投資家の権益が侵害されたとき、現状では、三割以上（三四・九％）の投資家は「仕方がない」と消極的に対応している。二割（二一・四％）前後の投資家は「自分の損害を他人に話し、関連銘柄を購入しないように」と訴えている。その一方、三割（三〇・六％）の投資家は「証券管理部門に告発」し、一三・一％の投資家は「裁判所に提訴」という積極的な行動を選択するようになってきている。

（3）情報開示制度

情報開示制度が完備されているかどうかについて、「完備されていない」と認識する投資家が六九・一％を占め、「比較的完備されている」と答えた投資家は二七・四％に止まり、七割前後の投資家は情報開示制度の現状に不満を持っている。同時に、八割前後の投資家は情報開示制度が重要であると認識している。

また、上場企業の粉飾決算と情報開示制度との関係については、「情報開示制度が完備されていないため、上場企業は粉飾決算に走った」（六四・三％）、「情報開示制度が比較的完備されているが、反則行為の処罰が軽過ぎるため、上場企業は粉飾決算に走った」（二六％）という回答を得た。情報開示制度の不備とその執行面の問題が現われている。

情報開示制度に関して、投資家は最も深刻な問題は開示情報の信頼度が低いと認識している。開示情報の信頼度が低い原因は、「情報開示が規範化されていない」（四五・九％）、「企業ガバナンスと会計制度・会計基準の不備」（四〇・一％）、「公認会計士が責任を果たしていない」（三七・六％）、「上場企業が開示義務を守らない」（二五・九％）という順位になっている。

(4) 違法行為と投資家保護措置

個人投資家の權益に最も損害を与える違法行為は、表8のように投資家は認識している。ここで半数以上の投資家は、経営側が投資家を無視して投資・増資などの重大な意思決定を随意に変更すると感じている。また、大株主（特に国有株主）と上場企業の関係は「支配と被支配」の関係にあり、大株主が上場企業の資金を占用し、不利益な関連取引を結ぶ、上場企業が大株主の担保人になるケースが存在し、投資家の權益を侵害していることが明らかである。

個人投資家が投資家保護措置として最も期待するのは、**監督管理の強化、情報開示制度の完備および厳正な罰則**である（表9）。

(5) 株式市場の将来

株式市場を楽観視する投資家の大半は、政府の政策的支援、監督管理の強化およびマクロ経済の好調に期待している（表10）。逆に、悲観視する投資家の大半は、市場規模の急速拡大、違法事件の頻発および企業業績の悪化に懸念を持っている（表11）。このような状況の下で、投資資金の進退について、「増加投資」（一三％）と「現状維持」（四〇％）の二項目は五割を超えやや優位になるが、逆に「減少投資」は一八％、「次第に資本撤廃」は

表8 個人投資家の利益に最も損害を与える違法行為

違法行為	比率（％）
随意に時価発行・株配する	59.9
随意に応募資金の使途を変更する	52.4
大株主が上場企業の資金を占用する	46.8
上場企業の粉飾決算	31.2
上場企業の大株主との不利益な関連取引	19.8
上場企業のインサイダー・コントロール	19.6
上場企業が現金配当しない	15.4
上場企業が大株主の担保人になる	13.8

（注）重複回答がある。
（出所）陳斌・李信民・杜要忠「中国股市個人投資者状況」『中国証券報』2002年4月15日より作成。

表9 個人投資家が最も支持する投資家保護措置

投資家保護措置	比率（％）
証券監督管理委員会が監督管理を強化する	64.4
情報開示制度の完備	53.4
民事訴訟と賠償制度の確立	51.5
投資家保護協会の設立	41.5
上場企業の企業ガバナンスの強化	30.7
投資家教育の強化	9.9

（注）重複回答がある。
（出所）陳斌・李信民・杜要忠「中国股市個人投資者状況」『中国証券報』2002年4月15日より作成。

二九%で、両者を合わせれば半数近く、多くの投資家は依然として慎重な態度をとっていると言わざるを得ない。

5 むすびにかえて

以上、二つの個人投資家調査を通じて、投資家状況、投資構造および投資行動を考察した。近年、株式市場の発展に伴って、個人投資家が増え、市場を支えているが、その一方、市場制度の未整備、監督管理の不備および企業ガバナンスなどの問題も山積している。また市場の投機性が高く、政策の透明性が欠け、リスクの高い市場ともいわれている。これらの問題を改善するために、当面の課題は行政サイドおよび取引所の監督体制を強化し、市場制度面を整備して、投資家の自己保護意識を高める必要があると考えられる。また、様々な問題を引き起す原因の一つとしては、上場企業とその大株主（特に発行済株式の五〇%以上を占める国有株主）の関係にあり、その意味で、健全な株式市場を確立するために、株式所有構造および企業ガバナンスの変革は不可欠で、それは中長期的な課題として取り込む必要があるだろう。

注

(1) 中国上場企業の株式所有は一般流通できる流通株と流通できない非流通株に分類される。流通株は国内投資家向けA

表10 株式市場を楽観視する理由

楽観視の理由	比率(%)
市場が政府の政策的支持を受ける	66.99
監督管理を強化して、投資家の自信を次第に取り戻す	59.94
マクロ経済が益々良くなる	57.46
市場の資金が充分	25.00
市場が革新され、株式市場の活性化につながる	22.65
上場企業の経営管理と業績が次第に高まる	22.24

(注) 重複回答がある。
(出所) 陳斌・李信民・杜要忠「中国股市個人投資者状況」『中国証券報』2002年4月15日より作成。

表11 株式市場を悲観視する理由

悲観視の理由	比率(%)
新規上場と増資のスピードが早過ぎる	60.67
違法事件が多く、投資家の自信を損う	56.51
上場企業の経営管理と業績が次第に悪化する	53.42
市場の資金が不足	24.43
株式市場はバブルがあり、株価が高過ぎる	22.28
上場企業の運営が規範化しない	21.48

(注) 重複回答がある。
(出所) 陳斌・李信民・杜要忠「中国股市個人投資者状況」『中国証券報』2002年4月15日より作成。

株、海外投資家向けB株および海外上場のH株から構成され、現在発行済株式の三割前後を占める。非流通株は国家株、法人株（発起法人、外資法人、応募法人）および従業員持株などから構成され、発行済株式の六割以上を占める。個人投資家は主に流通A株を売買している。上場企業の株式所有構造については、拙稿「中国上場企業の株式所有構造と企業効率」『証券レポート』（No.1603）、二〇〇二年一月号を参照されたい。

- (2) 深圳証券取引所の調査では、投資家の九割以上（九一・二九％）は上海と深圳の証券取引所に重複登録している。そのため、二〇〇一年末国内A株市場の投資家は三、三六〇万人、三、四〇〇万人と推計されている。陳斌・李信民・杜要忠（二〇〇二）『中国股市個人投資者状況』『中国証券報』四月十五日。http://www.cninfo.com.cn。調査実施者：深圳証券取引所と六社の証券会社、調査方法：アンケート、調査範囲：六つの中心城市（深圳、上海、北京、重慶、長沙、福州）、調査対象：二、七二四人、有効回答：二、五八七人（有効回答率：九四・九七％）、問題設定：九一問、サンプル分布：深圳（五五〇）、上海（六〇〇）、北京（五〇〇）、重慶（三〇〇）、長沙（二八〇）、福州（二七〇）。
- (3) 「我看二〇〇二年証券市場 個人投資者調査問卷」『中国証券報』二〇〇二年二月二五日、二〇〇二年四月四日、五日、九日、一一日、一三日。調査実施者：中国証券報と華泰証券、調査方法：アンケート、調査範囲：全国三一の省・直轄市・自治区、調査対象：一〇、一三六人、有効回答：五、〇〇三人（有効回答率：四八・八八％）。この調査は一九九五年からスタートした年度ごとのアンケート調査である。

(4) 同注(2)。

- (5) 二〇〇一年第1四半期の中国人民銀行の都市部の個人貯蓄調査を見れば、個人金融資産のうち、貯蓄は六三・五％（前期：七二％）、株式は二二％（前期：一一％）である。『中国証券報』二〇〇一年四月四日。

(6) 深圳華鼎市場調査公司「八成投資者亏损」『中国証券報』二〇〇二年一月三〇日。調査実施者：深圳華鼎市場調査公

司、調査方法：アンケートによる追跡調査、調査範囲：全国六〇の中心都市、調査対象：四、二〇〇人、うち小口（二〇万元以下）は六二・九％、中位（二〇万元～五〇万元）は二・九六％、大口（五〇万元以上）は一五・〇五％、調査時期：二〇〇二年一月。

- (7) ST銘柄 (Special Treatment：特別処理銘柄) とは、主に二期連続赤字となった企業に対して、取引所がその銘柄を特別処理し、該企業と投資家に警告することをいう。PT銘柄 (Particular Transfer：特別譲渡銘柄) とは、主に三期連続赤字となった企業に対して、取引所はその銘柄を一定の期間（現在週一回）を設定して特別譲渡する銘柄をいう。内藤証券中国部編『China Stock World 2001』近代セールス社 二〇〇一年。

- (8) 『日経金融新聞』二〇〇二年五月一七日を参照。

(お) とつめい・主任研究員)