

# 中国の都市部における大衆投資家の形成(下)

—個人投資家調査を中心に—

王 東 明

## 要 旨

改革・開放以降に形成された中国の株式市場は、特に流通市場においては、個人投資家を中心に売買され、2008年末現在の個人投資家の登録口座数はすでに1億2000万を超えている。中国の個人投資家は、経済成長の中でどんな特徴を持ち、どのような投資スタンスを持っているかを考察する必要がある。本稿では、1993年からスタートした『中国証券報』の16年間の個人投資家調査を中心に、近年の他の幾つかの個別年度の投資家調査を加えて、90年代以降の個人投資家の変化および投資状況を分析し、調査結果をまとめる。それと同時に、改革開放以降の中国の社会構造や社会階層の変化は、株式投資にどのように影響したかを含めて考察したい。

以上の個人投資家調査を通じて、主に次のような調査結果が得られた。まず第1に、中国の個人投資家は、基本的に男性が多く、短大卒以上の高学歴の投資家が増え、30歳代と40歳代を中心に、幅広い働き盛りのサラリーマン世代から構成されている。第2に、個人投資家の職業分布を見ても、地域分布を見ても、農林水産業および農村地域の投資家が極めて少なく、都市部における大衆投資家が形成されている。それと同時に、都市と農村および経済発展の速い沿海地域と遅れている内陸部のいわゆる格差問題は、株式投資にも表われている。第3に、「中間収入者」というミドルクラスが投資家の大半を占め、株式投資の「ミドルクラス化」が進んでいる。第4に、株式市場は短期売買が多く、また借金による投資や「ボロ株」の投資などの現象も見られ、基本的には市場の投機性が強い。第5に、株式市場においては、株価操作やインサイダー取引および粉飾決算などの不正行為が頻発し、また国有株や非流通株などに関わる政策リスクも高く、株式市場はまだ成熟していない「発展途上国型市場」であり、「移行経済型市場」の特徴も現われている。

前号(第67号)では、個人投資家の性別、年齢、学歴および職業という基本的

な属性を中心に、投資家の地域分布や収入および金融資産の状況を考察した。本号では、主に個人投資家の投資状況と市場認識を考察し、投資家の視点から中国株式市場の現状と問題点をまとめる。

## 目 次

- I. はじめに
- II. 個人投資家の基本状況
  - 1. 投資家数の変化
  - 2. 個人投資家の属性
  - 3. 地域分布
  - 4. 収入
  - 5. 金融資産
  - 6. 小括
- III. 個人投資家の投資状況…以下は(下)
  - 1. 投資経験
  - 2. 株式売買頻度
  - 3. 株式保有期間
  - 4. 投資額
  - 5. 投資パフォーマンス
- IV. 個人投資家の市場認識
  - 1. 投資リスク
  - 2. 情報開示と会計問題
  - 3. 市場の監督管理
  - 4. 投資家保護
  - 5. 企業ガバナンス
  - 6. 小括
- V. むすびにかえて

### III. 個人投資家の投資状況

個人投資家の投資状況を把握するために、その投資スタイル、投資規模および投資パフォーマンスなどを考察しなければならない。以下では、個人投資家調査を通して、幾つかの側面から投資家の投資状況を考察する。

#### 1. 投資経験

個人投資家は株式投資をし続けると、それをやめない限り、その投資経験や投資歴が積み重なって増えることになる。1990年代に創設された中国の株式市場は、その歴史がまだ浅い。投資家の投資歴(表9)を見ると、90年代では、投資歴1年ないし3年未満の投資経験の浅い

「新股民」という投資家が多かったが、2000年以降では、「新股民」は減ったが、近年の株式ブームの影響で再び増えた。しかし、2008年の金融危機の影響で、投資歴1年未満の新規参入者はかなり減った。その一方、投資歴が5年以上の「老股民」は近年増えており、7割を超える年度もあった。全体として株式ブームの時期では、新規参入者が増えているが、これらの「新股民」は「老股民」と比べて、投資リスクに対応する能力が比較的弱いと分析されている<sup>35)</sup>。ここで、投資家の投資経験はリスク管理に一定のプラス効果があることを示している。

#### 2. 株式売買頻度

表10は90年代前半の株式売買頻度を示している。すなわち、投資家の6割以上は、3ヵ月以

(表9) 中国個人投資家の投資歴 (単位: 構成比%)

	1年未満	1～2年未満	2年以上		
1994	31.1	43.9	25.0	-	-
1995	18.0	26.0	56.0	-	-
	1年未満	1年以上	-	-	-
1996	43.2	56.8	-	-	-
	0～3年	4～5年	6～9年	10年以上	-
1997	59.2	16.6	24.2	-	-
2000	23.5	40.5	36.0	-	-
2001	27.9	35.2	36.8	-	-
2002	22.9	19.9	39.2	18.1	-
2003	26.9	19.5	33.1	20.5	-
	1年	2～4年	5年以上	-	-
2006	11.0	12.0	77.0	-	-
	1年	2年～3年	4～5年	6年以上	-
2007	41.4	10.5	8.6	39.5	-
	1年	2年～4年	5～7年	8年以上	回答なし
2008	15.9	43.2	8.8	26.2	5.9

〔出所〕『中国証券報』の各期および注の資料より作成。

(表10) 中国個人投資家の株式売買頻度 (単位: 構成比%)

	1週間以内 (3～10回売買)	1ヶ月以内 (3～10回売買)	3ヶ月以内 (3～10回売買)	1年以内 (3～10回売買)
1993	9.0	23.0	34.0	34.0
1994	9.0	22.7	33.7	34.0
1995	4.0	27.0	34.0	35.0

〔出所〕『中国証券報』の各期より作成。

内の短期売買のケースに当たる。もし1年以内のケースを短期売買とみなせば、ほとんどの投資家は短期売買の投資家になる。この証券報調査に関する投資家の買売感覚は、1週間以内ないし1ヶ月以内に株式を数回売買した場合は、短期売買とみなされ、3ヶ月以内ないし1年以内に数回を売買した場合は、中長期的な投資とみなされる。この売買頻度の感覚あるいは区分は、投資歴史の長い先進国の投資期間のイメー

ジとはかなりの差がある。

売買頻度と投資規模の関係については、万明輝(2005)の796人の個人投資家調査を見ると、小口と中口投資家は大口投資家より頻繁に売買し、積極的な投資家が多いと報告されている<sup>36)</sup>。

また、各国の株式売買回転率(表11)を見ると、中国の場合は、日米などの先進国と比べても、新興国市場と比べてもかなり高く、短期的

(表11) 株式売買回転率の国際比較

(単位: %)

年度	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
上海市場	1134.65	528.72	913.43	701.81	453.63	471.46	492.87	269.33	214.00	250.75	288.71	274.37	541.12	927.19
深圳市場	583.83	254.52	1350.35	817.43	406.56	424.52	509.10	227.89	198.79	214.18	288.29	316.43	609.38	987.42
中小企業ボード	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	617.75	999.70	997.12	1048.83
日本	33.36	33.36	37.06	47.19	40.27	52.51	69.94	67.52	71.86	87.98	102.10	118.76	132.14	
イギリス	39.29	38.96	36.72	44.38	53.41	51.93	66.61	78.49	94.81	102.31	140.52	141.88	123.82	
アメリカ	69.86	85.69	92.83	103.23	106.20	123.47	200.78	200.57	203.35	122.59	126.54	129.21	182.81	
新興国市場	93.32	55.08	75.62	123.98	99.17	122.30	141.53	92.92	98.22	94.16	92.17	94.22	93.52	
世界市場平均	60.56	62.15	71.54	87.02	88.63	96.34	140.17	140.02	146.94	107.46	112.32	115.94	138.77	

(注) 中国以外の売買回転率は、年間売買額 / [(前年末時価総額 + 当年末時価総額) / 2] より計算。

〔出所〕中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑」各年版、SIFMA (2007) より作成。

売買がいかにかに多いかが一目瞭然である。

### 3. 株式保有期間

株式保有期間は、個人投資家の投資スタイルを判断するための重要な指標の一つである。表12を見ると、基本的には、1年未満の短期保有の投資家が大半を占めるが、1年以上保有する投資家は、2001年と2006年を除けば、投資家全体の3割以下であった。株価が急落した2001年に、1年以上の長期保有の投資家は一気に増えたが、半年以上の保有者に聞くと、そのうちの73%は「短期売買のつもりで株主になった」と答え、実際に自ら長期投資したい投資家は23%に過ぎない。長期投資を考える投資家がまだ少ないのが現状である。

以上のように、市場の低迷期は、長期保有の投資家が増えるが、株式ブームの時期は、長期保有者が逆に減る現象が見られる。ちなみに、全米証券業協会の統計によると、アメリカでは、90年代末に、約半数(47%)の家庭が株式を保有し、1年以上株式を保有する投資家は、全体の半数を占めた<sup>37)</sup>。日本の場合は、2008年個人投資家の意識調査<sup>38)</sup>によると、株式の平均

保有期間1年以上の投資家は全体の8割(84.2%)を超え、そのうち、平均保有期間10年以上の投資家は3割(30.6%)にも達した。先進国の日米と比べると、中国の個人投資家は1年未満の短期保有者が圧倒的に多い。

また、証監会(2008a)の資料を見ると、上証所2007年第1四半期の株式平均保有期間3ヵ月未満の投資口座は、全体の8割(85.6%)を超えた。同じ深証所の2006年と2007年の1月から8月までの平均保有期間3ヵ月未満の投資口座は、それぞれ68.7%、70.0%に達した<sup>39)</sup>。近年の株式ブームの影響で、3ヵ月未満の短期売買が増えていることが分かる。

その他に、性別、年齢および職業と株式保有期間との関係については、次の調査結果がある。

(1) 性別について、男性投資家は女性投資家より短期売買が多く、投機性が比較的強く、逆に女性投資家は男性投資家より長期投資が多く、比較的「保守的」である<sup>40)</sup>。

(2) 年齢について、表13が示すように、投資家の年齢が高いほど、株式保有期間も長くなるが、年齢が若いほど、保有期間も短くなるとい

(表12) 中国個人投資家の株式保有期間 (単位: 構成比%)

	1週間未満	1週間～1月未満	1～3月未満	3～12月未満	1年以上
1997	7.6	12.9	24.3	43.4	11.8
1998	2.7	7.1	21.0	43.3	25.9
1999	3.8	6.8	16.6	43.5	29.3
2000	1.0	4.8	21.4	48.0	24.7
2001			14.0*	46.0	40.0
2002*	4.4	16.8	26.5	40.2	11.9
2006	2.0	9.0	17.0	34.0	37.0
2007	2.5	11.9	29.1	42.8	13.6
2008	4.4	9.2	11.7	47.3	26.4

\*は3ヵ月未満を指す。

(注) 2002年の数字は、深証所調査(2002)による。

【出所】『中国証券報』の各期および注の資料より作成。

(表13) 中国個人投資家の年齢と株式保有期間 (単位: 構成比%)

年齢	1ヵ月以内	3ヵ月以上
29歳以下	25.1	45.8
30～39歳	24.7	50.4
40～49歳	19.3	56.7
50～59歳	15.0	65.7
60歳以上	10.7	71.2

【出所】『中国証券報』1998年4月3日より作成。

う調査結果が出た。

(3) 職業や収入について、定年退職者や収入の比較的安定した職業の投資家は、中長期的な株式保有者が多いが、収入の低い学生や職業の不安定な工場労働者、高収入の個人経営者および情報収集能力の高いマスコミ業の投資家は、短期売買が比較的多い<sup>41)</sup>。

上述のように、個人投資家の株式保有は、3ヵ月未満あるいは1年未満の短期的保有者が圧倒的に多いが、1年以上の長期的保有者は比較的少ない。その意味では、株式市場は、短期売買が多く、全体として投機傾向が強いと感じ

られる。また、投資家の性別、年齢および職業は、株式保有期間と一定の関連性があり、女性、定年退職者および安定した職業の投資家は、比較的「保守的」で、中長期保有者が多い。逆に、男性、若年層、職業の不安定な層および一部の高収入の投資家は、株式保有期間が比較的短く、短期売買の傾向が強い調査結果が得られた。

#### 4. 投資額

改革・開放以降、国民の所得が増えるなかで、個人投資家の投資額は大きく変化し、それと関連するいわゆる小口、中口および大口投資家のイメージも大きく変わった。小口、中口および大口という投資規模に関連する投資家の3つのイメージに対して、厳格な区別はないが、証券会社はそれぞれの基準を設けている<sup>42)</sup>。

この10数年間の投資額の変化は、表14が示している。つまり、大まかに見ると、小口投資家の投資額は1万元未満ないし3万元未満から、5万元未満、10万元未満、20万元未満、30万元

(表14) 中国個人投資家の投資額

	投資額 (万元)	投資額 (万元)	投資額 (万元)	投資額 (万元)	投資額 (万元)	投資額 (万元)	投資額 (万元)	投資額 (万元)
1993	3未満 (65.5)	3-5未満 (15.8)	5-10未満 (10.8)	10-30未満 (5.5)	30以上 (2.2)	-	-	-
1994	1未満 (23.4)	1-5未満 (48.1)	5-30未満 (23.5)	30以上 (4.5)	-	-	-	-
1995	5未満 (66.0)	5-30未満 (28.0)	30以上 (6.0)	-	-	-	-	-
1996	5未満 (50.0)	5以上 (50.0)	-	-	-	-	-	-
1997	0.5未満 (5.2)	0.5-1未満 (11.4)	1-5未満 (34.8)	5-10未満 (20.7)	10-30未満 (17.0)	30-50未満 (6.0)	50-100未満 (2.9)	100-300未満 (1.9)
1998	1未満 (6.2)	1-5未満 (24.7)	5-10未満 (24.6)	10-30未満 (26.1)	30-50未満 (9.4)	50以上 (9.0)	-	-
1999	1未満 (4.0)	1-5未満 (19.7)	5-10未満 (28.0)	10-30未満 (30.0)	30-50未満 (9.8)	50以上 (8.5)	-	-
2000	1未満 (3.5)	1-5未満 (25.7)	5-10未満 (25.8)	10-30未満 (26.5)	30-50未満 (9.0)	50以上 (9.5)	-	-
2001	5未満 (19.1)	5-10未満 (26.6)	10-30未満 (32.1)	30-50未満 (11.2)	50-100未満 (6.9)	100-500未満 (3.7)	500-1000未満 (0.4)	1000以上 (0.2)
2002	5未満 (15.6)	5-10未満 (22.9)	10-30未満 (34.8)	30-50未満 (12.8)	50-100未満 (9.2)	100-500未満 (4.1)	500-1000未満 (0.2)	1000以上 (0.4)
2002*	5未満 (18.8)	5-10未満 (16.2)	10-20未満 (19.2)	20-50未満 (24.9)	50-100未満 (14.3)	100-500未満 (6.8)	500-1000未満 (0.6)	1000以上 (0.4)
2003	5未満 (31.8)	5-10未満 (29.6)	10-30未満 (22.6)	30-50未満 (7.0)	50-100未満 (4.6)	100-500未満 (2.5)	500-1000未満 (0.8)	1000以上 (1.1)
2004.7	20未満 (69.0)	20-50未満 (17.0)	50以上 (14.0)	-	-	-	-	-
2004.9	20未満 (72.0)	20-50未満 (19.0)	50以上 (9.0)	-	-	-	-	-
2006	5未満 (34.0)	5-10未満 (31.0)	10-30未満 (24.0)	30-50未満 (6.0)	50-100未満 (4.0)	100-500未満 (2.0)	500-1000未満 (0.0)	1000以上 (0.0)
2007	10未満 (58.5)	10-30未満 (27.0)	30-50未満 (7.0)	50-100未満 (4.9)	100-500未満 (2.3)	500-1000未満 (0.2)	1000以上 (0.3)	-
2008	10未満 (56.6)	10-30未満 (24.8)	30-50未満 (6.9)	50-100未満 (4.4)	100-500未満 (1.9)	500-1000未満 (0.3)	1000以上 (0.4)	回答なし (4.8)

(注1) 括弧内は投資額全体に占める割合である。

(注2) 2002\*年の数字は、深証所の調査(2002)による。

[出所] 『中国証券報』の各期および注の資料より作成。

未満へと変化した。また、大口投資家の投資額は、10万元以上から30万元以上、50万元以上、最近では100万元以上へと引き上げられた。その真中の部分は中口投資家の投資額であった。例えば、90年代初頭の大口投資家は、2000年前後になると、もはや小口投資家とみなされる。以上のように、この10数年間の株式市場は、個人投資家の投資額が大きく変化するなかで、基本的に中小規模の投資家が絶対的多数（7割～9割前後）を占め、流通市場を支えている。

その一方、いわゆる大口投資家は、個別年度を除けば、投資家全体のおよそ1割前後を占めた。例えば、6つの大都市や中心都市で行なわれた深証所調査(2002)および株式ブーム期の2007年6月に行なわれた保護基金調査(2007)

では、50万元以上の大口投資家の比率は、全体の2割を超えた。特に、2007年の平均投資額は46.3万元（日本円750万円、調査時のレート）に達し、この平均投資額は、北京、上海などの17の主要都市で行われた都市部の調査とはいえ、2000年代前半の日本個人投資家の平均株式保有時価総額の699.3万円を超えた<sup>43)</sup>。

また、中国証券登記結算会社の時価総額の資料を見ると、2008年末現在、国内A株の時価総額「10万元未満」の個人投資家は、全体の9割(92.07%)を超え、時価総額「10万～50万元」、「50万元～100万元」および「100万元以上」の投資家は、それぞれ6.94%、0.62%、0.36%を占めた<sup>44)</sup>。金融危機の影響で、個人投資家の時価総額が大きく減ったため、投資家の9割以上

は、時価「10万元未満」の中小投資家になった。

そして、証券報調査(1996)の証券会社100営業所の投資規模についての調査を見ると、小口、中口および大口投資家が投資家全体に占める割合は、それぞれ87.62%、7.81%、3.13%で、その平均投資額(預かり金を含む)は、それぞれ4.46万元、32.01万元、89.44万元に達し、全営業所の投資額に占める割合は、それぞれ60.0%、17.9%、21.9%であった。この調査結果から、90年代の半ばには、個人投資家のほとんどは中小規模の投資家(95%)であり、その投資額も全体の約8割を占めた。逆に、わずか3%前後の大口投資家は全投資額の2割前後を占め、その平均投資額は中口投資家の約3倍、小口投資家の20倍を超えた。

その他に、収入、世帯資産および職業と投資額の関係については、次の調査結果がある。すなわち、(1)収入と投資額について、中小投資家の比率は中低収入の投資家の比率とほぼ一致し、その意味では、中小投資家は主に中低収入の投資家から構成されていると推測できる<sup>45)</sup>。

(2)世帯資産と投資額について、2000年代前半、30万元以下の株式と投資信託の世帯資産を持っている中小投資家が圧倒的に多い<sup>46)</sup>。(3)職業と投資額について、投資規模は投資家の職業や収入状況と関連し、収入の高い職業は大口投資家が多いが、安定した職業や収入の低い職業は中小投資家が多い<sup>47)</sup>。

以上の調査結果から、この10数年間の投資額の変化を見ると、株式市場を支えているのは中小投資家である。近年では、投資額30万元ないし50万元以下の中小投資家が絶対多数を占め、これらの投資家は中低収入者が多く、その職業も主に安定した職業や中低収入の職業から構成

(表15) 中国個人投資家の投資パフォーマンス  
(単位：構成比%)

	利益が出た	損益半々	損失が出た
1993	23.8	32.4	43.2
1994	25.9	23.7	49.5
1995	22.1	24.9	53.0
1996	44.8	-	55.2
1997	51.7	18.4	29.9
1998	18.6	17.4	64.0
1999	37.0	19.0	44.0
2000	68.0	14.7	17.6
2001	10.0	5.0	85.0
2002	6.9	3.6	89.5
2003	30.5	11.9	57.5
2004.7	11.0	17.0	72.0
2004.12	5.3	15.3	79.3
2005.7	4.0	11.0	85.0
2005.12	12.0	11.0	77.0
2006	70.0	14.0	16.0
2007	48.7	13.7	37.7
2008	12.0	5.0	82.6

(注) 1996年度の調査資料では、「利益が出た」投資家は全体の47.6%であり、他の項目の公表がないため、96年度の数字は97年度調査の連続グラフのデータを使用した。両者の間には若干の差がある。  
〔出所〕「中国証券報」の各期より作成。

され、大衆投資家とみるべきであろう。

## 5. 投資パフォーマンス

表15が個人投資家の投資パフォーマンスを示している。すなわち、この10数年間は、投資家の損益の比率から見ると、損失が利益を超える年度が多く、逆に、利益が損失を超える年度は少ない。基本的に、株式ブームの時期(96年、97年、2000年、2006年、2007年)では、多くの投資家は利益を得たが、逆に、市場低迷の時期では、多くの投資家は損を出した。

(表16) 中国個人投資家の市場参入時期と投資パフォーマンス  
(単位: 構成比%)

市場参入の時期	利益が出た	損益半々	損失が出た
1992年以前	70.0	7.4	22.6
1993年	60.9	18.6	20.5
1994-1995年	50.0	17.0	33.0
1996年	47.0	19.1	33.9
1997年	36.0	23.6	40.3

(注) 1994-1995年の「利益が出た」項目は、調査資料では5%という数字があったが、それは調査報告の論旨と違って、入力ミスと判断し、50%に訂正した。

(出所) 証券報調査 (1997), 『中国証券報』1998年4月6日より作成

以上の調査から、この10数年間は、全体として投資家の儲かる時期が短く、損した時期が長い。また、投資パフォーマンスは、株価の変動と密接に関連していることが明らかになった。

その他に、投資家の投資経験、性別、学歴および職業・収入が、投資パフォーマンスにどのような影響を及ぼすかについて、次の調査結果を見ることにしよう。

### (1) 投資経験

投資経験と投資パフォーマンスについて、表16が示すように、投資歴の比較的長い投資家いわゆる「老股民」は、新規参入者の「新股民」より多くの投資益を得た。逆に、「新股民」は「老股民」より投資損が大きい。また、証券報調査 (1996, 1999) では、似たような結果が得られた<sup>48)</sup>。ここで、投資家の投資経験は投資パフォーマンスと関連していることが窺われる。

### (2) 性別

性別と投資パフォーマンスについて、証券報調査 (1996) では、女性は市場の「弱者」であり、男性は女性より投資益が多く、損失も少ないという報告がある。その原因について、男性

は一般的に「決断」が素早く、女性は「優柔不断」であり、特に、株価が下落したとき、女性は株式を持ち続け、損失を拡大させたのではないかと分析されている<sup>49)</sup>。

### (3) 学歴

学歴が高いほど必ずしも投資のパフォーマンスがよいとは限らない。表17のように、学歴の両端の投資家 (小卒以下、大卒以上あるいは修士以上) は、より大きな投資益を得たが、その真中の投資家 (中卒、高卒および短大卒) は、損失が比較的大きい。他の証券報調査 (1996, 1998, 1999) では、証券報調査 (1997) と近い結果が得られた<sup>50)</sup>。

なぜ学歴の最も低い小卒以下の投資家が自分の学歴より高い投資家と比べると、投資のパフォーマンスがよいのか。その原因については、必ずしも究明されていない。一般的に、学歴の高い投資家はその金融知識が比較的によく、経済政策に対する理解もより深く、市場の分析力が優れているとみられている。しかし、学歴の最も低い小卒以下の投資家がより高い利益を得たのは、恐らく改革・開放以降に、成長した個人経営者や私営企業の経営者およびプロ

(表17) 中国個人投資家の学歴と投資パフォーマンス (単位:構成比%)

	利益が出た	損益半々	損失が出た
小学校卒以下	60.0	13.3	26.7
中学校卒	42.8	18.3	38.9
高校卒 (専門学校を含む)	47.3	20.2	32.5
短大卒	54.1	18.0	27.9
大学卒	58.0	17.1	24.9
修士以上	65.1	12.8	22.1

〔出所〕証券報調査(1997)、『中国証券報』1998年4月6日より作成。

の職業的投資家のなかには、学歴の低い者が比較的によく含まれており、これらの個人投資家は市場や生産現場の経験があり、企業や経済および市場の変化に敏感に反応し、いわゆる「相場感」が学歴の高い者より優れている可能性があるかと推測できる。

また、最近の保護基金調査(2007)では、学歴と投資収益の間に、一定の相関関係が見られるが、その相関性は強くないと報告されている。つまり、現段階では、全体として学歴と投資収益の相関関係がまだ強くないということが言えるであろう。

#### (4) 職業・収入

職業や収入と投資パフォーマンスについて、次の調査結果がある<sup>51)</sup>。すなわち、低収入の投資家は、職業および所得の面において、社会の弱者であるが、証券投資の面においても、「弱者」であることが、以上の調査を通じて明らかになった。

上述のように、個人投資家の投資パフォーマンスは、基本的に株価の変動と連動し、また投資経験や性別、学歴、職業および収入などと一定の関連性がある。そこで、収入や投資額が比較的高い職業的投資家や個人経営者および私营

企業の経営者などは、その投資益も比較的高く、株式市場の「勝ち組」となった。逆に、多くの社会的立場の弱い失業者、女性、学生および低収入の投資家などは、その投資損も比較的多く、市場の「負け組」となった。現在、所得格差が深刻な社会問題となっている中国は、証券投資の面においても、以上のような「格差」が生じていることが、調査資料から読み取れるのではないかと考えられる。

## 6. キャピタルゲインと配当

投資家がキャピタルゲインを狙うのか、それとも配当を狙うのか。これは投資家の投資姿勢を判断する重要な材料の一つである。一般的に、もし投資家が企業の長期成長を期待すれば、企業利益の配分である配当を狙うべきであろう。キャピタルゲインを狙う場合は、一般的に短期売買あるいは投機のケースと判断される。証券報調査(1997)では、9割前後の投資家(89.9%)は主にキャピタルゲインによって利益を得た。逆に、主に配当から利益を得ている投資家は、全体の1割前後(10.1%)に過ぎない。また、株式投資の狙いは何かについて、深証所調査(2002)では、約8割の投資家は「キャピタルゲインで利益を得たい」(78.6%)

(表18) 中国個人投資家の投資判断の決定要因

(単位：構成比%)

	企業業績による自己分析	株価の技術的分析	株式評論家などの推薦	親戚・友人の紹介	国の政策	株式の種類	大口投資家の動向	株価指数	売買ランキング	自分の感覚
1997	40.5	26.2	19.6	13.6	-	-	-	-	-	-
1998	50.3	15.6	19.4	14.7	-	-	-	-	-	-
1999	50.0	22.0	19.0	9.0	-	-	-	-	-	-
2000	50.4	34.4	10.3	4.9	-	-	-	-	-	-
2001	46.6	22.8	15.6	4.0	11.0	-	-	-	-	-
2002	37.3	18.0	13.2	2.9	17.7	7.1	3.9	-	-	-
2003	57.1	38.9	36.6	4.1	25.6	10.9	3.5	35.8	2.0	42.1
2006	46.0	30.0	10.0	4.0	10.0	-	-	-	-	-
2007	44.7	26.0	11.9	6.2	11.2	-	-	-	-	-
2008	42.1	20.6	10.3	6.3	19.9	-	-	-	-	-

(注) 2003年の数字は複数回答である。

〔出所〕「中国証券報」の各期より作成。

が、1割前後の投資家は「配当で利益を得たい」(11.7%)と答えた。

以上のように、絶対多数の投資家はキャピタルゲインを狙っている。この調査結果は、上場企業の配当政策や業績などに関連している。つまり90年代から、上場企業のROEが低下し、無配現象や株配(株式分割)が増えたため、個人投資家の間には、長期投資の「理念」がなかなか浸透せず、主にキャピタルゲインを狙うようになった。そのため、現段階の中国の株式市場は、短期売買が多く、投機性の強い市場といわれている。

## 7. 投資判断の決定要因

投資家が株式投資を判断する際、その決定的な要因は何かについて、表18に次のような調査結果がある。すなわち、投資判断の決定的な要因は、主に企業業績、株価の分析、専門家の推薦および国の政策などを取り上げることができる。ここで、投資家は企業の業績や株価を重視する一方、専門家の意見や国の政策も配慮している。

しかし、これらの判断要因のうち、いわゆる専門家の推薦については、長い間に、一部の悪

質な評論家やアナリストが投資顧問会社やファンドおよび上場企業の関係者などと組んで、株価操作やインサイダー取引などの不正行為を繰り返したため、いわゆる「黒嘴事件」(不正な投資勧誘事件)<sup>52)</sup>が頻繁に発生した。それを受けて、証監会は2006年1月に「会員制証券投資諮問業務管理暫定規定」を公布し、悪質な評論家やアナリストおよび投資顧問会社などを取り締まるようになった。

## 8. 借金による投資

株式市場には常にリスクが存在し、投資家のリスク管理がどうしても必要になってくる。ところが、90年代では、一部の個人投資家は、借金して株式を投資することが常態化した。表19が示すように、90年代後半に、「部分的借金」と「100%借金」を合わせた借金による投資は、投資家全体の2割ないし3割近くに達した。

証券報調査(1996)によると、学生や失業者の投資家は、自己資金の比率が比較的lowく、それぞれ41.7%、53.0%であり、他の部分は借金に頼っている。この調査結果は、経済力の弱い者また生活不安定の投資家ほど、借金して投資する者が多いことを示している。

(表19) 中国個人投資家の株式投資の資金源 (単位: 構成比%)

資金状況	100%自己資金	部分的借金	100%借金	他人と協力して投資	代理投資	-
1993	68.5	18.4	-	14.7	3.2	-
1994	74.3	13.3	-	-	-	-
1995	77.5	10.0	-	9.0	3.0	-
1996	68.0	24.0	3.3	-	-	-
1997	75.6	21.6	2.8	-	-	-
1998	71.0	26.0	3.0	-	-	-
主な資金源	銀行預金	日常生活で節約した資金	他人からの借金	銀行からの借金	その他	回答なし
2007*	45.9	34.4	5.9	2.4	4.1	7.3
2008*	70.7	24.2	2.9	1.3	1.1	-

(注1) 一部の数字は公表されていないため、それらの年度は100%にはならない。

(注2) 2007年の数字は、保護基金調査(2007)による。

(注3) 2008年の数字は、第1順位の回答である。保護基金調査(2008)による。

[出所] 『中国証券報』の各期および注の資料より作成。

一般的に、財テクの専門家は、投資のリスクを避けるために、よく「4321規則」という家計管理のノウハウを人々に推奨する。つまり家計収入の配分比率について、その4割は住宅関連およびその他の投資、3割は日常生活の支出、2割は貯金、1割は保険という具合である。この家計支出の配分バランスを考えると、借金してまで投資することは、投資家のリスク管理に対する意識がまだ低いと言わざるを得ない。そのため、株式投資の失敗で投資家が自殺する事件が新聞などでしばしば報道されている。

近年の保護基金調査(2007, 2008)では、借金による投資がかなり減っており、それは投資家のリスク管理に対する意識が高まっていることを示している。その一方、保護基金調査(2007)では、借金して投資する新規参入の「新股民」(10.8%)は、「老股民」(8.3%)より多いと報告され、「新股民」は「老股民」と比べて、リスク管理の意識がまだ低いことが分かる。

## 9. 「ボロ株」の投資

近年では、連続赤字のST銘柄(特別処理銘柄)が100社を超え、これらの「ボロ株」は上場企業の1割前後を占めている。深証所調査(2002)では、投資家の6割以上(61.4%)はST銘柄とPT銘柄(特別譲渡銘柄)を購入した経験があり、2002年に調査した時点で、2割前後(23.6%)の投資家はST銘柄とPT銘柄を持っていた。このような「ボロ株」を購入する理由を尋ねると、投資家は主に「投機のチャンスがあるから」と答え、個人投資家の投機傾向が強いことが窺われる。

このように、ハイリスク・ハイリターン投資姿勢が一部の投資家に浸透し、これらの投資家は赤字企業の経営改善や吸収合併、特に政府出資企業の救済に大きな期待を寄せ、ST銘柄から投資利益を得ようと考えている。また今まで、上場企業が希少な銘柄資源とみなされており、経営不振や連続赤字の上場企業に対してもなかなか倒産あるいは上場廃止させないため、

リスクの大きいST銘柄の投資を「促進」させた大きな原因となったのである。投資家にとってみれば、「ボロ株」の投資は紙屑になる可能性が少なく、一種の「合理的な」投資選択であるかもしれない。しかし、近年では一部の経営不振の企業に対して、上場廃止をさせるケースが出てきている。そのため、投資家はST銘柄を投資する際、より真剣に投資リスクを考えなければならない時期に来ていると考えられる。

## 10. 注文方法

株式投資の注文方法について、深証所調査(2002)では、証券会社の窓口注文は投資家の69.5%、電話注文は18.5%、インターネットによる注文は8%であった。2002年の時点では、窓口注文と電話注文といった伝統的な注文方法が9割近くを占め、ネット注文はまだ少なかった。しかし近年では、中国のネット人口は3億人を突破し、世界最大となった<sup>53)</sup>。インターネットの普及に伴って、ネット注文も増えている。2006年株式売買のネット取引は、すでに売買代金の2割前後(24%)を占め<sup>54)</sup>、同じ時期の日本のネット取引比率(24.7%)と肩を並べるようになった<sup>55)</sup>。さらに、保護基金の調査(2008)では、投資家が投資情報や投資家教育の情報収集で最も多く利用する手段はインターネットであり、IT革命の影響は株式投資にも確実に浸透していると思われる。

## 11. 小括

以上のように、投資家の投資状況の調査から見ると、基本的には、個人投資家は短期売買が多く、主にキャピタルゲインを狙い、長期投資の「理念」がまだ薄い。そのうえで、一部の投資家は借金による投資や「ボロ株」の投資など

のハイリスク・ハイリターンへの投資姿勢を示しており、株式市場は全体として投機性が強い。また、経済成長に伴って、投資家の投資額が増えているが、個人投資家は基本的に中小規模の投資家が絶対的多数を占め、株式市場は「大衆基盤型市場」の特徴が強い。さらに、株式投資のパフォーマンスは、基本的に株価と連動し、市場の「勝ち組」は、主に収入や投資額の高い個人経営者や私営企業の経営者および職業的投資家などであり、「負け組」の多くは社会的な立場の弱い失業者、女性、学生および低収入の投資家などとなっている。株式投資はこのような「格差問題」が生じていることが、以上の調査を通じて明らかになった。

## IV. 個人投資家の市場認識

株式市場の全体像を把握するために、投資家の市場に対する認識は極めて重要な要素だと考えられる。以下では、個人投資家は株式市場の投資リスク、情報開示、会計問題、監督管理、投資家保護および企業ガバナンスなどの諸側面に対して、どのように考えているのかを、投資家調査を通して見ていこう。

### 1. 投資リスク

株式市場の投資リスクについて、深証所調査(2002)では、9割以上の個人投資家は、投資リスクが高いと認識している<sup>56)</sup>。市場リスクの高い原因について、約半数の投資家(46.6%)は「市場が規範化されていない」と答えた。ここで、多くの投資家が投資リスクが高いと感じたことは、恐らく中国の株式市場はコンプライアンス(法令遵守)が欠けており、インサイダー取引や株価操作および虚偽の情報開示など

の不正行為が頻発し、市場の秩序が乱れ、市場に対する投資家の不信感が強いことと関連しているのではないかと考えられる。

投資リスクが高いもう一つの原因について、投資家は「政府の政策変化によるもの」(42.1%)と答えた。つまり、4割を超える投資家は、政府の政策変化が株価の乱高下を引き起こし、これを政策リスクと見ている。特に、2001年の非流通株改革の実験が実施された後、株価が急落した。それを受けて、6割以上の投資家は、投資失敗の原因が「政府の政策変化」(67%)によるものだと答えた<sup>57)</sup>。また、証券報調査(2001)では、投資家に対して株価に影響する要因は何かについて質問すると、7割を超える投資家が「政府の政策によるもの」(77.8%)と答えた<sup>58)</sup>。最近の保護基金調査(2008)では、投資家の4割近く(38%)は、株式市場が完全に政府の政策によって左右され、いわゆる「政策市」であると答えた。さらに、株式市場が「賭博場」だと考える投資家は全体の6.6%であった。

以上の調査から、個人投資家は株式市場に対して、市場リスクと政策リスクの両方が高いと認識している。そこで、市場ルールや法の秩序が乱れ、政策リスクも高いことが明らかである。経済学者の呉敬璉氏は、「賭博場にはルールがあるが、中国の株式市場は賭博場よりひどい」と断言した<sup>59)</sup>。その意味では、现阶段の中国の株式市場は「発展途上国型市場」であり、国有株や政府の政策リスクを考えると、「移行経済型市場」の特徴も現われている。

## 2. 情報開示と会計問題

株式投資の際、企業情報を素早くかつ正確に情報開示(ディスクロージャー)することは、

投資家にとってなによりも重要だと考えられる。

93年からの10年前後の証券報調査(表20)を見ると、情報開示に対して不満を持っている投資家が圧倒的に多い。具体的に、情報開示に対する不満の理由を聞くと、多くの投資家は開示情報の「真実性がない」または「即時性がない」を選んだ(表21)。

深証所調査(2002)では、以上の証券報調査と近い結果を得た<sup>60)</sup>。すなわち、4割前後の投資家は、開示情報に対して不信感があり、また会計制度、会計基準および会計士に対しても不満を持っている。最近の保護基金調査(2007)を見ると、以上と似たような結果が出た。つまり、投資家に「もし投資家の權益が侵害された場合、その主な原因は何か」を尋ねると、過半数の投資家は「情報開示が規範化されていない」(52.6%)と答えた。

また、様々な企業情報の中で、投資家が最も知りたい情報は何かについては、企業の財務諸表だと分かった<sup>61)</sup>。しかし、財務情報の信憑性(表22)については、90年代の後半に一定の改善は見られたが、投資家サイドから見ると、財務諸表などの開示情報に対して、依然不信感が強い。しかし、会計不信のなかで、株式ブームの97年では、多くの投資家は投資利益を得たため、財務諸表の信憑性に対する不満は一気に減った。ここでは、相場の上昇が投資家の財務諸表に対する不満を緩和する「効果」が見られる。

具体的に、上場企業の粉飾決算と情報開示制度との関係について、深証所調査(2002)では、6割を超える投資家は「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」(64.3%)、2割前後の投資家は「情報

(表20) 中国個人投資家の情報開示に対する態度 (単位：構成比%)

	満足	どうでもよい(無関心)	不満
1993	14.9	-	85.1
1994	20.1	-	79.9
1995	11.2	-	88.8
1997	35.0	-	65.0
1998	11.0	-	89.0
1999	10.0	-	90.0
2000	7.1	-	92.9
2002	11.5	13.4	75.1
2003	18.6	17.4	64.0

〔出所〕「中国証券報」の各期より作成。

(表21) 中国個人投資家の情報開示に対する不満の理由 (単位：構成比%)

	真実性がない	即時性がない	正確さがない	不十分
1993	17.3*	33.1	10.4	26.1
1995	35.0	33.0	-	32.0
1997	-	41.7	27.2	31.1
1998	43.0	27.0	14.0	16.0
1999	53.0	25.0	13.0	9.0
2000	44.5	34.5	10.0	11.0
2002	50.8	24.2	14.3	10.7
2003	38.5	33.9	12.4	15.2

\*は「客観性がない」という項目である。

(注1) 1993年の一部の項目は公表されていないため、100%にはならない。

(注2) 「正確さがない」という調査項目は、一部の計算ミスがあり、それを訂正した。

〔出所〕「中国証券報」の各期より作成。

(表22) 中国個人投資家の財務諸表に対する認識 (単位：構成比%)

	信頼できる (非常に信頼できる)	信頼できない (非常に信頼できない)
1994	46.2	53.8(8.3)
1995	43.0	57.0
1997	80.6(5.4)	19.4
1998	62.0	38.0
1999	56.0(1.0)	44.0

〔出所〕「中国証券報」の各期より作成。

(表23) 中国個人投資家の市場規範化に対する認識 (単位: 構成比%)

	改善された	変化なし	後退した	分らない
1994	29.2	26.5	16.9	26.8
1995	42.0	19.0	24.0	15.0
1997	61.3	31.3	7.3	-
1998	46.0	41.0	13.0	-

〔出所〕「中国証券報」の各期より作成。

開示制度が比較的完備されているが、違法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(26%)という調査結果が出た。この調査結果は、情報開示制度の不備およびその執行面の問題点を露呈している。

さらに、投資家に粉飾決算の責任の所在について尋ねると、証券報調査(1998)では、「企業の経営陣」(50%)、「企業の主管部門」(32%)および「証券会社、会計士および弁護士などの仲介者」(18%)に、その責任があるとの回答を得た。この責任問題に関しては、もちろん政府や取引所に監督責任があるが、企業の経営者や仲介者にも大きな責任がある、と以上の調査から明らかになった。この問題は、上場企業の所有構造や企業がバナンスという株式市場の構造的問題とも複雑に絡み合っており、経営者や主管部門および仲介機関などのモラルが問われている。

### 3. 市場の監督管理

株式市場は市場ルールによって運営されている。市場ルールを維持するために、市場制度や法制度および監督管理が必要不可欠であろう。

保護基金調査(2007)では、4割を超える投資家が「株価が操作されている」(44.2%)と答えた。最近、『東方早報』の469人個人投資家の調査<sup>62)</sup>によると、株式市場の最も改善すべき

ことは、「インサイダー取引」(47.55%)と「株価操作」(40.72%)であった。

証券報調査(表23)を見ると、90年代の後半から、市場の規範化は一定の改善が見られた。しかし、市場の監督管理に対して、「監督管理の力が足りない」(64.4%)と答える投資家が全体の6割を超えた(深証所調査[2002])。

以上のように、多くの投資家はインサイダー取引や株価操作などの不正行為に対して不満を持ち、また監督管理の強化を強く望んでいると感じられる。その一方、近年では、市場の監督機関である証監会の一部の幹部は、王小石(前副課長)、王益(前副主席)のように、しばしば企業上場の不正事件やインサイダー取引などに関わり<sup>63)</sup>、監督機関の内部管理が問題視され、市場の番人としての監督機関自身の信頼性も問われるようになった。

### 4. 投資家保護

投資家保護について、関連調査(表24)では、半数以上の投資家は自分の権利が侵害されたと感じ、約半数の投資家は、「上場企業の違法行為」の取り締まりを強化すべきであると答えた。その他の取り締まりを強化すべき項目には、「仲介機関の粉飾行為」と「機関投資家の市場操縦」を取り上げたが、これらの不正行為は上場企業と手を組んでやったケースが多いた

(表24) 中国個人投資家の投資家保護に対する認識

(単位：構成比%)

1. 取り締まりを強化すべき項目	上場企業の違法行為	仲介機関の粉飾行為	機関投資家の市場操縦
2000年	47.5	29.2	23.3
2. 自分の権利が侵害された	侵害された	侵害されたことはない	分からない
2000*年	51.0	13.1	35.9
2002年	64.8	10.1	25.1
3. 粉飾企業に対するの民事訴訟	提訴したい	どちらでもよい	提訴したくない
2003年	65.2	24.0	10.8

(注) 2000\*年の数字は、深証所調査(2002)による。そのうち、侵害された項目の数字は常に侵害された(23.7%)と時々侵害された(27.3%)の合計である。

〔出所〕『中国证券報』の各期および注の資料より作成。

め、結局、上場企業は不正行為の根源とみなされ、投資家の反感を招いたと分析されている。

そして、8割近い投資家(79.1%)は現在の投資家保護の状況に不満を持ち、そのうち、最も深刻な問題は「投資家保護措置の不備」(43.7%)であると答えた。その原因を尋ねると、多くの投資家は監督管理、法制度、情報開示、株価操縦および大株主による侵害などの問題を取り上げた<sup>64)</sup>。

投資家に最も損害を与えている不正行為は何かについて、表25が示している。つまり、投資家の不満は、随意に時価増資や株配(株式分割)、随意に応募資金の用途の変更、大株主の上場企業の資金占用<sup>65)</sup>および粉飾決算などに集中している。これらの不正あるいは不適切な行為は投資家に損害を与えるので、それを防ぐため、投資家は監督管理や情報開示の強化、民事訴訟や賠償制度および企業ガバナンスの改善などの制度面の整備を求めている。しかし、現状としては、6割を超える投資家は、「投資家保護(特に中小株主の保護)のための法規定は意味がない」と答え、投資家保護に対する投資家の無力感が感じられる。

上で述べたように、投資家保護に関する問題

は、主に法制度の整備および法の執行状況と関連し、また、上場企業や大株主と関わる企業ガバナンスの問題とも複雑に絡んでいる。特に、法の執行面においては、2002年1月までに、裁判所は人材や金融知識の不足および法制度の不備などの理由で、投資家の民事訴訟の受理を拒んできた<sup>66)</sup>。これらの経緯を考えると、投資家保護の制度面において、様々な不備があったことは明らかである。

## 5. 企業ガバナンス

すでに触れたように、非流通株を持つ大株主、特に国有大株主は支配株主の地位を利用して、上場企業や中小株主に不利益を与えるケースがしばしば発生している。これは「一股独大」(筆頭株主の持株数が圧倒的に多い)の存在が問題視され、企業ガバナンスの問題として注目されている。証券報調査(2003)では、半数近い投資家は大株主の「一股独大」を注視し、8割を超える投資家はそれを改善すべきであると答えた。

まず株主の権利について、深証所調査(2002)では、7割以上の投資家は株主総会の議決権を知っているが、6割近い投資家は株主

(表25) 不正行為と投資家保護

個人投資家に最も損害を与えている不正行為		個人投資家が最も支持している保護措置	
項目	割合(%)	項目	割合(%)
随意に時価増資・株配(株式分割)をする	59.9	証券監督管理委員会の監督管理の強化	64.4
随意に応募資金の用途を変更する	52.4	情報開示制度の完備	53.4
大株主が上場企業の資金を占用する	46.8	民事訴訟と賠償制度の確立	51.5
上場企業の粉飾決算	31.2	投資家保護協会の設立	41.5
上場企業の大株主との(不利益な)関連取引	19.8	上場企業のガバナンスの強化	30.7
上場企業のインサイダー・コントロール	19.6	投資家教育の強化	9.9
上場企業が現金配当しない	15.4	-	-
上場企業が大株主の債務保証人になる	13.8	-	-

(注) 複数回答。

〔出所〕深証所調査(2002)より作成。

が配当に対する決定権があることを知らず、5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なかった。ここで、3割ないし4割前後の投資家は、「会社法」で定められた議決権や配当の決定権および臨時株主総会の招集権などの株主の権利を知らず、投資家の会社の意思決定に参加する意識がまだ希薄であると感じられる。また、ほとんどの投資家(97%)は、「会社に対する詰問権および建議権は意味がない」あるいは「その権利を行使する方法がわからない」と答えた。

実際に、議決権の行使に関して、表26が示すように、8割以上の投資家は議決権を行使したことがない。深証所調査(2002)と保護基金調査(2007)でも証券報調査と近い結果が出た<sup>67)</sup>。つまり、約8割ないし9割前後の投資家は、株主総会の出席や議決権の行使をしたことがない。その理由を尋ねると、深証所調査(2002)では、6割以上の投資家は「自分の持分が少な過ぎる」(63%)、4割前後の投資家は「自分の議決権を委任してもよい」(41.6%)、2割近い投資家は「参加コストが高い」(18.63%)と答えた(複数回答)。このように、

個人投資家の絶対的多数は、企業の意思決定に参加する意識がまだ低く、企業ガバナンスに対する個人投資家の無関心さと無力感が感じられる。

また、投資家に企業ガバナンスを改善するために、有効な措置は何かと質問すると、その回答は「情報開示の強化」および「国有株の比率を減らす」という項目に集中した。投資家は企業ガバナンスを改善するために、意思決定の透明化や国有株の比率を減らすことを強く求めていることが分かる。

さらに、中国の株式市場に影響を与える重大な問題は何かについて、多くの投資家は「大量の国有株および法人株といった非流通株の存在」(60%)、「監督管理が足りない」(47%)および「個人投資家保護の措置が乏しい」(40%)などの項目を取り上げた<sup>68)</sup>。ここからも、投資家は企業ガバナンスと関わる国有株の問題や非流通株の問題を取り上げ、これらの問題は中国株式市場の構造的な問題として注視されている。

以上の調査から、個人投資家は株主として企業の意思決定に参加する意識がまだ低い。その

(表26) 中国個人投資家の企業ガバナンスに対する認識 (単位: 構成比%)

議決権の行使	行使したことがある	行使したことがない	議決権のことを知らない	-	-
2002年	7.3	82.5	10.2	-	-
企業ガバナンスを改善するための有効な措置	情報開示の強化	国有株の比率を減らす	社外取締役制度の健全化	外資株主の参入	民営大株主の参入
2002年	39.4	30.1	15.5	10.1	4.9
2003年	44.8	23.5	16.0	11.4	4.3

〔出所〕『中国証券報』の各期より作成。

一方、投資家には情報開示や大株主の様々な「暴走」に対する不満が依然として根強い。企業ガバナンスの問題は株式所有構造と密接に関連し、投資家が求めているのは、株式所有構造の変化と企業ガバナンスのあり方の変革ではないかと考えられる。

## 6. 小括

以上で投資リスク、情報開示、会計問題、監督管理、投資家保護および企業ガバナンスなどの多方面から個人投資家の株式市場に対する認識を見てきた。総じて言えば、中国の株式市場は、現段階においては、市場ルールや法秩序がまだ整備されておらず、様々な不正行為が頻発し、政策リスクも高い。それと同時に、中国特有の国有株と関わる企業ガバナンスの問題も抱えている。そのため、株式市場は全体としてまだ成熟していない「発展途上国型市場」であり、「移行経済型市場」の特徴も現われている。

## V. むすびにかえて

今回は主に90年代以降の10数年間の証券報調査を中心に、近年の二つの証券取引所および保護基金の調査と合わせて個人投資家の状況を考察した。これらの調査は、年度ごとにサンプル数や調査項目が変更されたり、一部の数字が公

表されなかったりなどデータ上の不備があったとはいえ、この10数年間の個人投資家の変化を見ると、少なくとも投資家の全体像を把握できたこと、また、投資家の視点から株式市場の変貌や市場が抱えている問題点も垣間見ることができたと考えられる。以上の調査から、個人投資家の特徴および投資状況をまとめてみると、恐らく次の諸点を指摘することができるであろう。

第1に、中国の株式市場、特に流通市場においては、個人投資家を中心に構成され、現在個人投資家の登録口座数はすでに1億2千万口座を超えている。このように、大きく増えている個人投資家は、基本的には男性が多く、短大卒以上の高学歴の投資家が増え、30歳代と40歳代を中心に、幅広い働き盛りのサラリーマン世代から構成されている。そして、投資家の職業分布を見ても、地域分布を見ても、農林水産業および農村地域の投資家が極めて少ないことから、都市部における大衆投資家が形成されていることが明らかになった。

第2に、改革・開放以降の中国は、経済の高成長に伴って、国民の収入や金融資産が増えると同時に、個人投資家の収入や金融資産も増えている。そうした状況のなかで、投資家の収入および投資額から見ると、基本的には、中低収入の投資家（近年の年収が8万元以下）と中小

規模の投資家（近年の投資額が50万元以下）が絶対的多数を占めたため、ここからも株式投資の「大衆化」が見られる。さらに、中小投資家のうち、いわゆる「中間収入者」（近年の年収が2万元～8万元前後）というミドルクラスの投資家が全体の半数前後を占め、これらのミドルクラスが株式投資の主役になった。このように、株式投資の「大衆化」と「ミドルクラス化」が同時に進行していると考えられる。

第3に、個人投資家の金融資産は、証券大国であるアメリカの家計金融資産の構成と似ている。つまり投資家の金融資産はリスクの高い株式投資に偏っており、その投資選択は資産の「安全性」より、ハイリスク・ハイリターンへの投資姿勢を示している。それと同時に、株式売買頻度を見ても、株式保有期間を見ても、基本的には1年以内の短期売買が多い。現状として、投資家は主にキャピタルゲインを狙い、長期投資の「理念」がまだ浸透していない。さらに、借金による投資や「ボロ株」の投資および失業者や無職などの生活不安定な層の市場参入が存在し、これらの不安定な要素は市場の投機性を増している。その意味では、現段階の中国の株式市場は短期売買が多く、投資リスクも高く、投機性の強い市場であると言わざるを得ない。

第4に、改革・開放以降の社会構造や社会階層の変化は株式投資にも影響を与えている。つまり、この30年間の市場経済化の流れのなかで、個人経営や私営企業の経営者、外資系企業の管理職および自由職業者などの富裕層という新しい社会階層が出現する一方、格差問題、失業問題および高齢化社会などの社会問題も深刻化している。これらの社会構造や社会階層の変化は、様々な形で株式投資に反映している。例

えば、個人投資家の地域分布や職業分布および投資額と職業の関係などの調査から見ると、株式投資にもいわゆる「格差問題」が現れている。

第5に、投資のパフォーマンスを見ると、多くの投資家は、利益を得た年度よりも損をした年度の方が多い。つまり、この10数年間の株式市場において、多くの投資家は損失が出て、投資の失敗を味わった。また、投資家の投資経験や性別、職業および収入などは、投資パフォーマンスに一定の影響を与えていることが、以上の調査から明らかになった。

第6に、中国の株式市場は新興国市場の一つとして、インサイダー取引や株価操作および粉飾決算などの不正行為が頻発し、市場ルールや法秩序がまだ整備されておらず、成熟していない「発展途上国型市場」と見られている。

第7に、株式市場は政府の政策に左右されやすい、いわゆる「政策市」（政策的市場）であり、株式投資の政策リスクが高い。これは2度の非流通株改革に伴う株価の乱高下を経験したことを見ても、個人投資家の投資判断の決定要因を見ても、政府の政策変化が株式市場に大きく影響しているのが分かる。また、多くの上場企業には、国有株や非流通株が存在し、これらの株式は企業がパナンスなどを含む国の政策と密接に関わっていることも明らかである。その意味では、現段階の株式市場は、「移行経済型市場」の特徴が見られている。

第8に、個人投資家の多くは上場企業の情報開示、粉飾決算、株価操作などの不正行為および市場の監督管理に対して不満を持っている。これはもちろん監督管理に問題があるが、法制度やディスクロージャーおよび会計制度などの制度面の不備もあって、投資家の不満が増して

いると考えられる。さらに、これらの問題に対して、上場企業の経営陣、主管部門および仲介機関（証券会社、会計士、弁護士など）の責任も重く、いわゆるモラルハザードの問題が生じていることが明らかである。

第9に、個人投資家の多くは、投資家保護や企業ガバナンスの現状に対しても不満を持っている。これは主に上場企業およびその大株主が一般投資家の利益をしばしば侵害しているからである。これらの問題は株式所有構造や企業ガバナンスのあり方と複雑に絡み合っており、一部の企業およびその大株主、特に国有大株主が一般投資家の利益を無視した結果でもある。それと同時に、個人投資家は株主として企業の意思決定に参加する意識がまだ薄く、企業ガバナンスに対する無力感と不信感が強いことが、以上の調査を通じて明らかになった。

上述のように、改革・開放以降の30年においては、中国経済の高成長とともに、国民全体は生活水準がアップし、その収入も金融資産も増えている。こうした状況のなかで、多くの国民は豊かになり、株式投資もできるようになった。しかし、現状としては、株式投資は主に都市部に集中したため、都市部における大衆投資家が形成され、その大部分は30代と40代を中心とする働き盛りのサラリーマン世代である。さらに、都市部の大衆投資家のうち、その大半は「中間収入者」というミドルクラスから構成され、この都市部のミドルクラスが株式投資の主役になった。そのため、中国の株式市場は、株式投資の「大衆化」と「ミドルクラス化」が進み、一種の「大衆基盤型市場」が形成されたのである。

その一方、急速に成長している株式市場は、インサイダー取引や株価操作などの不正行為が

多く、法秩序が乱れているが、情報開示や監督管理および投資家保護などの面においても問題は多い。また中国特有の国有株の問題や企業ガバナンスの問題も抱えている。総じて見れば、現段階の中国の株式市場は、「その発展のスピードは速いが、問題も多い」という「発展途上国型市場」であり、「移行経済型市場」の特徴も現われていると考えられる。

改革・開放以降に形成された中国の株式市場は、80年代初頭、一部中小の国有企業や集団所有制企業が株式を発行して民間から資金調達したことから始まった。86年には店頭市場が創設され、90年代初頭になると、上海と深圳の証券取引所が開設された。証券取引所が設立されたからの10数年間は、市場規模が急速に拡大し、2008年末現在の企業数はすでに1,600社を超え、時価総額も12.14兆元に達し、アジアにおいて日本に次ぐ2番目の市場規模になった。しかし、今までの株式市場は、冒頭で紹介した中国特有の非流通株という構造的な問題を抱えていた。つまり、発行済株式の6割前後は一般流通できない非流通株で、その大部分は国有株である<sup>69)</sup>。残りの3割程度は、流通市場で売買できる流通株である。この流通株は、主に個人投資家が購入し、いわば民間からの資金調達である。結局長い間に、株式市場は非流通株と流通株という市場構造が形成されたのである。

このような市場構造の形成は、中国の民営化・株式会社化のプロセスと密接に関連している。つまり、中国の民営化・株式会社化は、旧ソ連や東欧の「ショック療法」と違って、「漸進的な手法」で企業改革が進められてきた。具体的には、株式会社化する際、国有企業の資本がそのまま国有株として非流通株となるが、その以外の部分は、個人投資家を中心とする民間

から資金を「動員」した。つまり民間の資本を国有企業に組み入れる方法を使った。この方法は、国有企業が株式会社化のプロセスを通じて、民間から資金を調達し、民間からの増資でもある。そのため、中国の株式会社化は、国有資本と民間資本の「結合」であり、ロシアのバウチャー（民有化証券）を国民に配分するいわゆる「国有資産の分配型」の株式会社化とはかなり異なり<sup>70</sup>、現時点では全面的な私有化ではない。この中国の「国有資本と民間資本の結合型」の株式会社化は、個人投資家を中心とする民間からの資金調達に成功し、その一方、国有資産の流出を防ぐため、株式市場の創設段階から非流通株が設定され、中国の独特な株式所有構造や市場構造が形成され、非流通株と流通株という市場の構造的問題が生じたのである。

2005年からスタートした非流通株改革は、株式の流通と非流通という垣根をなくす市場の制度改革である。その目的は、非流通株という市場の構造的問題を解決するだけでなく、株式市場を通じてより円滑に企業の吸収合併が行なわれ、真の意味の国際競争力のある中国企業の育成を狙うことにある。そのため、国有資産管理体制の変革が求められ、特に、中央レベルの大企業においては、今後の企業再編は恐らく上場企業を中心に展開される可能性が大きく、株式市場は企業再編の場、つまりM&Aの場になると考えられる。

このような状況のなかで、非流通株改革が終了した後の近年の状況を見ると、すでに一部の非流通株が「解禁」され流通できるようになった。しかし、実際に市場で売却したのは、そのうちのわずか5%前後であった<sup>71</sup>。さらに、2007年後半から、株価が急落した際、一部の国有持株会社（例えば、中国石油天然ガス集団公

司など）は、逆に関連上場企業の株式を「買い戻す」現象が出てきた。最近では、一部の経営危機に陥った民営上場企業の経営を再建するために、国有企業がそれに出資したケースも出てきた。例えば、中糧集団有限公司（国有持株会社）は、民営企業の蒙牛乳業（香港上場）に出資して筆頭株主となった。このケースは、民営化の方向とは逆に、「国進民退」（国有企業が前進し、民営企業が後退する）といわれている。今後、競争的な産業においても、国有関連企業は、経済の合理性に基づいて吸収合併を行う可能性もあるであろう。

少なくとも、ここでは、非流通株改革が終了しても、すぐに全ての国有株を売却することを意味しない。近年、国有資産管理委員会の李榮融主任は、現段階では国の基幹産業において、その大企業の株式を売却する計画はないという方針を繰り返し表明した。その意味では、「社会主義市場経済」の枠組みの下で、大量の国有株は恐らく長期的に存在し、「移行経済型市場」の構造は短期的に変わず、今後国有資産や国有資産管理体制のあり方については、国民のコンセンサスが必要になるだろう。

株式市場のもう一つの大きな問題は、法秩序が乱れていることである。中国の「証券法」は「公開、公平、公正」という「三公市場」の原則を定めているが、以上の調査が示すように、インサイダー取引や株価操作および粉飾決算などの不正行為が多発し、投資家はこれらの不正行為に対して不満が多い。近年では、「証券法」と「会社法」の改正に伴って、証監会は証券市場の法秩序の整備に力を入れ、監督部門を増設して不正行為の取り締まりを強化するようになった。2003年から2007年までの5年間に、証監会は736件の案件を処理した。そのうち、公

安機関に移送した案件は104件、行政処分した案件は212件で、延べ180の組織と987の個人は処罰を受け、165名の責任者は「市場禁入者」と指名された<sup>72)</sup>。市場監督部門の努力は一定の成果を挙げたとはいえ、以上の調査で見えてきたように、投資家の様々な違法行為に対する不満から、「発展途上国型市場」の現状を垣間見ることができる。

2009年3月に、中国政府は2020年までに上海を国際金融センターに育成する構想を発表した。これを実現するためには、国際金融センターを持つ英米の経験や香港やシンガポールなどの国際化した金融・資本市場の経験が参考になると思われる。そして、上海の国際金融センターを発展させていくためには、少なくとも次の3点に留意する必要があると考えられる。

まず第1に、国際的な金融・資本市場の基本的要件の一つである資本取引の自由化を実現しなければならないという点である。現在の中国は、貿易や直接投資などの経常取引の自由化を実現したが、資本取引の自由化はまだ実現されていない。その根本的な原因は人民元の自由交換が実現されていないためである。もう一つの原因は、金融の国際的な競争から見ると、国内の金融システムや金融機関が依然として脆弱だからである。人民元の自由交換については、政府は元々2000年前後に実現しようとしたが、その直前に、97年のアジア通貨・金融危機が発生したため、その計画を無期限に延長した。近年、中国の外貨準備はすでに2兆ドルを超えて世界一になった。大量の外貨準備は人民元の自由交換にその条件を与えると同時に、今後の資本市場の自由化と国際化にも基礎的な条件を与え、今回の上海国際金融センターの構想の発表につながったと考えられる。

第2に、先進国は戦後の経済成長とともに、社会保障制度が確立された。それによって、年金や保険の資産運用が増え、投資信託などと合わせて、いわゆる機関化現象が現われた。この機関化現象は、株式保有の機関投資家への集中が進む一方、個人投資家の株式保有比率が減少する傾向になっている。特に英米の場合は、機関投資家の株式保有比率はすでに発行済株式の半数以上を占めるようになった<sup>73)</sup>。その意味では、経済が成長し、社会保障制度が整備されれば、年金や保険などの機関投資家の資産運用が増え、証券市場を支える重要な要素になることは間違いないであろう。戦後先進国の福祉政策や金融・資本市場が歩んできたプロセスは、中国にも参考になると考えられる。

近年、中国の株式ブームと投信ブームの影響で、投資信託は急速に成長している。2007年末投資信託の資産残高は3.28兆元となり、前年比3.7倍まで急増した。その影響を受けて、投資信託の流通時価総額に占める割合は、一気に25.7%に達した。その一方、企業年金(0.01%)、社会保障基金(0.8%)、保険(2.5%)および証券会社(1.4%)などの機関投資家の株式投資は、流通時価総額に占める割合がまだ少ない。また、2008年の金融危機の影響で、投資信託の年末資産残高は、前年比41%減の1.89兆元となり、1年間で約半分の資産が消えた。新規応募額はほぼ前年半分の2,000億元余りに止まった<sup>74)</sup>。しかも投資信託の資産が株式に集中しているため、相場が低迷した時に、投信資産が大きく減り、いわゆる専門家による資産運用は、その効果が疑問視されている。

現在、投資信託に投資しているのはほとんど個人投資家である。その意味では、現段階の機関投資家の育成は、個人投資家の育成とほぼ同

じ意味を持つ。しかし、今後、社会保障制度が整備されれば、企業年金、社会保障基金および保険などの資産運用が増え、機関投資家の成長も期待できる。これらの機関投資家の成長は社会福祉政策と関わっており、また「社会主義市場経済」の「社会主義」の部分とも深く関連し、中国はその優位性を発揮すべきではないかと考えられる。

第3に、日本のバブル経済の崩壊、アジアの通貨・金融危機<sup>75)</sup>および今回アメリカ発の金融危機は、市場経済や金融・資本市場の不安定性を示す一方、自由放任主義や市場原理主義に警鐘を鳴らした。資本主義市場経済の金融危機や経済危機から何を学ぶのか。中国の場合は、資本市場がまだ開放されていないため、97年のアジア通貨・金融危機から逃れ得た。しかし、今後は資本市場を開放していくために、国際金融市場に悩まされている資本移動の問題にいかに対処していくのが重要な課題になるであろう。

さらに、2008年アメリカ発の金融危機は、アメリカ型「証券化」資本主義の破綻を示すと同時に、アメリカ主導の金融グローバリゼーションも破綻したことを意味し、今後の国際金融市場は、新しい制度的枠組みの構築が必要になると指摘されている<sup>76)</sup>。確かに、新しい国際金融市場の秩序が必要になるが、しかしながら、資本主義経済の本質は市場の不安定性、不確定性にあることも認識しなければならない<sup>77)</sup>。今後、世界的なグローバリゼーションが進展し、中国の資本市場も開放されなければならない。その際、金融・資本市場の不安定性を十分に理解したうえで、市場開放の準備を整える必要があると考えられる。

## 注

- 35) 証券報の調査、保護基金調査(2007, 2008)を参照。
- 36) 万明輝(2005)の調査では、2003年に、湖北省襄樊市の某証券営業所で796人の投資家を対象に、調査が行われた。それによると、証券口座の平均資産1~8万円の小口投資家436人のうち、79%の346人は、設定した300%の株式売買回転率を超える売買を行なういわゆる積極的な投資家であった。同じように、証券口座の平均資産8~25万の中口投資家227人のうち、70%の158人は売買回転率300%を超える積極的な投資家であった。証券口座の平均資産25~100万円の大口投資家133人のうち、35%の47人は売買回転率300%を超える積極的な投資家であった。
- 37) 証券報調査(1999)の分析による。
- 38) 日本証券業協会(2008)、7ページを参照。
- 39) 中国証券監督管理委員会(2008a)、113-114ページを参照。
- 40) 性別について、証券報調査(1997, 1998)では、3ヵ月以下の株式短期保有の投資家は、男性が女性よりはるかに多い。逆に、1年以上の株式長期保有の投資家は、女性が男性より多く、98年の1年以上の女性保有者が女性投資家の3分の1に達したと報告されている。
- 41) 職業と株式保有期間について、証券報調査(1997)を見ると、株式保有期間1週間以内の投資家のうち、年齢の最も若い学生投資家が3割(30.8%)に達し、最も多い投資家層となった。その他、保有期間1ヵ月以内の投資家のうち、比較的多い職業はマスコミ(14.9%)、農民(13.2%)、個人経営者(11.2%)および工場労働者(10.1%)であった。逆に、保有期間3ヵ月以上の投資家のうち、比較的多い職業は、定年退職者(73.2%)、技術者(62.9%)、教師(61.8%)および国有企業の管理者(59.1%)であった。
- 42) 小口、中口および大口投資家の区分については、証券会社によって異なる。例えば、2003年に、湖北省襄樊市のある証券営業所の分類を見ると、小口、中口および大口投資家の口座平均資産はそれぞれ1~8万円、8~25万円、25~100万円であった。万明輝(2005)を参照。また、中銀国際証券有限公司の資料によると、2005年以前には、20万円~50万円を投資している中口投資家に対して、パソコン1台という待遇を与えた。50万元以上を投資している大口投資家に対して、個室、パソコン1台、電話および新聞(『中国証券報』、『上海証券報』)を提供する待遇を与えた。2005年以後には、中口投資家は四半期の平均時価総額20万元以上または口座総資産30万元以上の投資家を指している。大口投資家は四半期の平均時価総額40万元以上または口座総資産60万元以上の投資家を指している。また、四半期の平均時価総額80万元以上または口座総資産100万元以上の投資家は、貴賓投資家とみなされている。この証券会社の投資規模による投資家の待遇基準は、株価の変動に合わせて若干調整する場合もある。
- 43) 日本証券業協会編(2005)では、2000年から2004年までに、日本の個人投資家を対象に、調査を実施した。150ページを参照。
- 44) 中国証券登記結算公司『中国証券登記結算統計年鑑

2008]を参照。

- 45) 1997年から2002年までの証券報調査では、投資額30万円以下の中小投資家の割合は、月収2,000元以下の中低収入投資家の割合とほぼ一致している。2006年以降、個人所得税の控除額を引き上げた後の調査を見ても、投資規模が50万円以下の中小投資家の割合は、5,000元未満ないし6,400元未満の中低収入投資家の割合とほぼ一致している。この調査結果では、投資規模からみる中小投資家は、恐らく中低収入の投資家と多く重なっていると推測できる。
- 46) 上記調査(2002)では、個人投資家の87.5%は200万円以下の世帯資産を持ち、約半数(47.6%)の投資家は50万円以下の世帯資産を持っている。また、平均で30万円以下の株式と投資信託の世帯資産を持っている個人投資家は、全体の66.8%に達したと報告されている。
- 47) 証券報調査(1994)では、各職業に占める投資額10万円以上の投資家の割合は、外資系・私営企業の職員(35.9%)、個人経営者(35.0%)、自由職業者(28.5%)、ブローカー(28.3%)および農民(24.1%)という順であった。逆に、投資額5万円以下の投資家は全体の71.5%に達し、そのうち、学生(100%)、党・行政組織の職員(86.2%)、教師(82.0%)の比率が高い。94年当時、投資額10万円以上の投資家は大口投資家とみなされ、収入の比較的高い外資系・私営企業の管理職・経営者および個人経営者などを中心に構成された。逆に、5万円以下の小口投資家は、学生や当時収入がまだ低い党・行政組織の職員および教師などが多い。
- また、証券報調査(1993)によると、収入が高いほど、投資額も高くなる。年収が3万円を超える高収入の個人投資家は、その職業の前3位が無職者、企業経営者、個人経営者であった。同じように、投資額が30万円を超える大口投資家は、その職業の前3位も無職者、企業経営者、個人経営者であった。第1位の無職者は恐らくプロの職業的投資家が多く含まれると推測できる。
- そして、保護基金調査(2008)では、投資規模が2万円未満の小口投資家のうち、一般従業員が最も多く、投資家全体の12.9%に達した。一方、国有企業の投資家は主に10万元以上~30万円未満の中規模投資に集中し、100万元以上の大口投資家のうち、私営企業などの投資家が増えたと報告されている。
- 48) 投資経験について、証券報調査(1996)では、個人投資家は市場に参入する時期が遅いほど、損失が大きという調査結果が出た。ここで、市場に参入する時期が「半年未満」、「半年~1年未満」、「1年以上」という3つの時期に分けて見ると、損失が出た投資家が各参入時期の項目に占める投資家の割合は、それぞれ68.2%、51.5%、45.8%であった。また、証券報調査(1999)では、97年以前に市場に参入した投資家が最も利益を得た層で、その44%が利益を獲得した。逆に、99年下半年以後の新規参入者は、最も損した投資家層で、その半数は損失が出た。
- 49) 性別について、証券報調査(1996)を見ると、男性投資家の損失率と利益率は半々であったが、女性投資家の場合は、その損失率が55.7%に達した。また、証券報調査(1998)では、女性投資家の「損失が出た」および

「損益半々」の比率は、男性よりやや高く、その差は97年より縮まったと報告されている。証券報調査(1999)では、女性投資家の「損失が出た」比率は49%であり、男性投資家の42%より高い。証券報調査(2000)では、女性投資家は市場の「弱者」であり、「損失が出た」比率は男性より高く、これは女性投資家が減った原因と分析されている。

- 50) 学歴について、証券報調査(1996)では、小卒以下と大卒以上の投資家のうち、「利益が出た」割合はそれぞれ60%、52%であった。一方、中卒と高卒投資家のうち、「損失が出た」割合は大きく、両方とも57%になった。また、証券報調査(1998)では、証券報調査(1997)とほぼ同様の結果が得られた。そして、証券報調査(1999)では、修士以上の投資家のうち、「利益が出た」割合は53%に達し、他の投資家層よりはるかに高い調査結果が得られた。
- 51) 証券報調査(1996)では、個人経営者や私営企業の経営者は、より多くの投資益を得て、その「利益が出た」割合が56.8%に達した。また、定年退職投資家の半数以上(50.6%)は投資益を得た。その一方、借金して投資する比率の高い学生や失業者の投資家は、その投資損も高く、両方とも60%を超えた。保護基金調査(2007)を見ると、月収2,000元未満の低収入投資家は、その投資収益率が投資家全体の平均投資収益率より低いと報告されている。
- 52) 陸媛・于凱「証監会重拳打擊黑嘴，嚴格禁止黑馬推薦免費贈股」『第一财经日報』2005年12月13日、「兩個不能忘記的黑嘴人物」『中國經營報』2005年3月19日、皮海洲「股市“黑嘴”人人喊打，識別“黑嘴”有五招」『上海證券報』2006年1月5日を参照。
- 53) 2009年6月末現在、中国のインターネット人口が米国の総人口を上回る3億3,800万人に達し、世界最大となった。中国互聯網發展狀況統計，中国互聯網絡信息中心(CNNIC)による。
- 54) 『中国計算機報』によると、2006年6月までに、中国のネット株式取引の口座数は627万を超え、6月のネット取引の売買代金は、株式と証券投資ファンドの全取引の24%を占めたと報道されている。「証券行業為電腦商提供新的商機」『中国計算機報』2006年9月30日を参照。
- 55) 2006年10月から2007年3月までの半年間に、日本の株式売買代金に占めるインターネット取引の割合は24.7%であり、前期より3%減少した。日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果(平成19年3月末)について」平成19年5月15日の調査報告による。  
(<http://www.jsda.or.jp/html/houkokusyoy/index.html>)
- 56) 深証所調査(2002)を見ると、投資リスクが「非常に高い」または「比較的高い」と答えた投資家は、それぞれ54%、36%であった。
- 57) 投資家が投資失敗の原因は何かについて、深証所調査(2002)では、「政府の政策変化」(67.0%)、「上場企業の粉飾決算」(50.9%)、「株価操縦」(41.6%)、「自分の投資経験の不足」(28.7%)、「自分の投資知識の不足」(28.7%)、「その他」(6.3%)という調査結果がある(複数回答)。

- 58) 株価に影響するその他の要因を見ると、証券報調査(2001)では、「企業業績や経営によるもの」と「市場の監督管理によるもの」と答える投資家は、それぞれ9.9%、9.7%であった。
- 59) 吳敬璉氏は2001年に記者のインタビューで話した内容である。各種の報道による。
- 60) 深証所調査(2002)では、4割を超える投資家は「会社情報が信頼できない」(41.4%)と答えた。そして、開示情報の信頼度が低い原因について、投資家は「情報開示が規範化されていない」(45.9%)、「企業ガバナンスと会計制度・会計基準の不備」(40.1%)、「公認会計士が責任を果たしていない」(37.6%)、「上場企業が開示義務を守らない」(35.9%)という順で答えた(複数回答)。
- 61) 深証所調査(2002)では、投資家が最も知りたい会社情報は何かについては、財務諸表(56%)、発展戦略(19%)、臨時公告(11%)、株式所有構造(11%)および経営陣の情報(3%)という回答を得た。
- 62) 2009年3月に、『東方早報』は個人投資家を対象に、「万言網」を通じて50時間のネット調査を行ない、469人の個人投資家から有効なアンケートを得た。『東方早報』2009年3月7日を参照。
- 63) 王小石事件は、証監会の前副課長である王小石が株式発行審査委員のリストを関連業者に提供し、賄賂をもらい、2004年11月に逮捕された事件である。結局、2005年12月に、裁判所は王小石被告に対し、収賄罪で13年の懲役を言い渡した。また、王益事件について、証監会の前副主席、国家開発銀行の元副行長(副頭取)である王益容疑者は、太平洋証券の上場を巡る不正疑惑が浮上し、2008年6月に共産党の規律検査委員会から「双規」という特殊な取り調べを受け、2009年1月に収賄疑惑で逮捕された。各種の報道による。
- 64) 投資家保護の不備の原因について、深証所調査(2002)では、「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%)、「ディスクロージャー制度」(28.8%)、「仲介機関の不信」(20.3%)、「不合理な株式所有構造」(19.9%)、「企業ガバナンスの問題」(16.6%)、「自己保護の意識」(11.5%)という調査結果がある(複数回答)。陳斌・李信民・杜要忠「中国股市個人投資者状況」『中国证券報』2002年4月15日を参照。また、保護基金調査(2007)を見ると、もし投資家の権益が侵害された場合、その主な原因は何かについて、「情報開示が規範化されていない」(52.6%)、「株価が操作されている」(44.2%)、「政府行為の欠陥」(37.6%)、「大株主による侵害」(31.3%)、「証券会社の問題」(8.4%)および「侵害されたことがない」(5.5%)という回答を得た(複数回答)。
- 65) 一部の上場企業が長年にわたって支配株主による上場企業の資金を占用する問題に悩まされている。それを解決するために、2005年6月に、証監会は上場企業の資金を占用している支配株主(主に会社法人)に対して、2006年末までに占用した資金を返済させる通達を出した。その結果、2006年末現在、399社の支配株主は占用した390億元の資金をすでに返済あるいは返済の段取りを取った。残り17社は返済のめどが立たず、その占用の

- 金額は92億元にもなった。この状況を受けて、2007年から、証監会はこの17社の責任者に対して刑事責任を追究する方針を明らかにした。報道によると、当局はすでに10社の責任者に対して司法手続きに踏み切ったとされている。王東明「動向、経済：証券・保険」中国研究所編『中国年鑑』毎日新聞社、2008年5月30日、168-169ページを参照。
- 66) 2002年1月15日に、最高人民法院は証券の民事訴訟を受理できる通知を出した。王子恢「証券民事賠償法律期待新突破」『中国经济時報』2002年1月17日を参照。
- 67) 深証所調査(2002)では、株主総会に参加した経験のある投資家は全体の1割に満たず、9割以上の投資家は参加した経験がないと答えた。また、最近の保護基金調査(2007)では、投資家の8割近くは、「議決権の行使に参加したことがない」(63.4%)、「議決権の行使を知らない」(14.3%)と答え、「議決権の行使に参加したことがある」投資家は、全体の1割程度(14.2%)であった。
- 68) それ以外に、投資家は「上場企業の営利能力の低下」(33%)、「企業ガバナンスの構造的問題」(23%)、「市場化の程度が足りない」(20%)、「個人投資家の自己保護の意識が乏しい」(19%)および「機関投資家の未熟さ」(12%)という順で答えた。深交所調査(2002)を参照。
- 69) 非流通株改革前の2004年末現在、中国上場企業の発行済株式は7149億株で、そのうちの非流通株は4543億株、発行済株式の64%を占めた。また、非流通株に占める国有株の割合は74%に達した。中国证券監督管理委員会(2008a)、50ページを参照。
- 70) パウチャー(民有化証券)とは、国民一人当たり無償で政府から1万ルーブル相当の民営化する企業の株式と交換可能な小切手をもらう制度をいう。ロシアの民営化は、このパウチャー制度を通じて国有資産を国民に無償で配分するかたちで株式会社化が進められたが、パウチャーを利用して直接に企業の資金を調達することは行なわれなかった。パウチャー民営化後は、ロシア産業資産の4割以上が1億5,300万人の市民の手に渡った。しかし、その後、600余りのパウチャー民営化ファンドが設立され、これらのファンドはパウチャーを十分に理解していない市民から安い値段でパウチャーを買い集め、その結果、多くのパウチャー・ファンドのマネジャーが新興財閥となった。また、90年代半ばに、財政赤字に悩まされた政府は、国家予算の歳入を増やすため、「株式引き換え計画」と「現金化オークション」も実施した。それらの民営化措置を実施する過程で、様々な不正が生じたため、結局、国有資産は新興財閥企業や富裕層に譲渡されるようになったのである。以上の民営化を通じて、97年の時点では、ロシア産業資産の6割前後は国から民間に移譲された。民営化の結果は「最終にパウチャーを受け取った1億5,300万人の市民のうち、数百万人が民営化企業の株主になり、さらに、この数百万人の株主のうち、わずかに数百人が民営化された資産の90%を握った」という現実が浮き彫りになった。ティム・D・マッカーシー「資本主義経済への移行—国有資産の分配の新興財閥の台頭」ロシア経済教室(1)、JPBコラム、Vol.05、2004年3月1日、長岡貞勇/馬成三/S・

- ブラギンスキー編著 (1996), 加藤志津子 (2006) を参照。
- 71) 田中信行「中国株の急落と株式会社の改革」『中国研究月報』2009年3月号, 李若馨, 陸洲「明年大小非為今年4.23倍, 解禁市值近3.5万億」『中国证券報』2008年12月19日を参照。
- 72) 中国证券监督管理委员会 (2008a), 22ページを参照。
- 73) 戦後の福祉政策や機関化現象について, 北條裕雄 (1992), ロンドン資本市場研究会編 (1997), 渋谷博史・井村進哉・中浜隆編 (1997), 渋谷博史・内山昭・立岩寿一編 (2001), 渋谷博史・首藤恵・井村進哉編 (2002), 渋谷博史 (2005), 柴田徳太郎 (2009) を参照。
- 74) 中国证券监督管理委员会 (2008a), 116-119ページ, 王東明 (2007), 王東明 (2008) を参照。
- 75) 1997年アジアの通貨・金融危機については, 荒巻健二 (1999) を参照。
- 76) 2008年アメリカ発の金融危機については, 柴田徳太郎 (2009) を参照。
- 77) 資本主義経済の本質について, 東京大学名誉教授の山口重克先生は, 次のように指摘する。「市場経済は本来的に不安定な経済システムである。それは基本的には, 需要と供給を価格メカニズムによって事後的に調整するシステムだからである。調整過程では必然的に経済社会に不安定性が発生する」。また, 「このような不安定性, 不確定性が資本主義経済の本質である」。山口重克 (2008), 18ページ, 280ページによる。

## 調査資料

### 1. 『中国证券報』の調査

『中国证券報』の個人投資家調査は, 以下の16年間の調査資料がある。この調査は個人投資家や証券会社などを対象に, 1993年から年度ごとに実施されたアンケート調査である。93年から2003年までおよび2006年, 2007年の調査では, 主に個人投資家の基本状況や投資状況などを中心に実施された。2004年, 2005年, 2008年の調査では, 株式市場の動向や個人投資家の投資状況などを中心に実施された。また, 2006年, 2007年, 2008年の調査はネット調査である。この調査は, 一部の年度の調査項目が変更されたり, 公表されなかったりしたため, 必ずしもすべての調査項目の連続のトレンドを取れるとは限らないというデータ上の不備があった。しかし, 調査項目を並べて見ると, 関連項目の結果が見ることができる。証券報調査と略称。

1) 93年9月の調査では, 証券報は国家体制改革

委員会と協力し, 27省で調査を実施した。『中国证券報』1993年11月17日, 21日, 24日, 28日, 12月1日, 5日, 8日, 12日を参照。証券報調査 (1993) と略称。

2) 94年12月の調査では, 証券報は国家体制改革委員会および海南港澳国際信託投資会社と協力し, チベットを除いた省市で調査を実施し, 4,873件の回答を得た。その他, 同調査は100社の証券会社を対象に調査も実施した。『中国证券報』1995年5月5日, 6日, 10日, 16日を参照。証券報調査 (1994) と略称。

3) 95年の調査 (96年1月実施) では, 証券報は国家体制改革委員会および海南港澳国際信託投資会社と協力し, 全ての省に調査を実施し, 3,650件の回答を得た。また, 同調査は北京, 上海および深圳などの10都市に, 1,000人の個人投資家と100社の証券会社を対象にサンプル調査も実施した。『中国证券報』1996年7月29日, 30日, 31日, 8月2日, 7日, 8日を参照。証券報調査 (1995) と略称。

4) 96年12月の調査では, 証券報は国家体制改革委員会と協力し, 30都市に1,000人の個人投資家と100箇の証券営業所を対象にサンプル調査を実施し, 90%以上の有効回答を得た。『中国证券報』1997年1月30日, 31日を参照。証券報調査 (1996) と略称。

5) 97年の調査 (98年1月実施) では, 証券報は国家体制改革委員会および江蘇証券と協力し, 30省市に調査を実施し, 9,631件の有効回答 (有効率: 95%) を得た。『中国证券報』1998年3月31日, 4月1日, 2日, 3日, 6日, 7日, 9日, 10日, 13日, 14日を参照。証券報調査 (1997) と略称。

6) 98年の調査 (99年1月実施) では, 証券報は江蘇証券と協力し, 31省市に調査を実施し, 10,580件の有効回答を得た。『中国证券報』1999年4月5日, 6日, 7日, 8日, 9日を参照。証券報調査 (1998) と略称。

7) 99年の調査 (2000年1月実施) では, 証券報

## 中国の都市部における大衆投資家の形成(下)

報調査(2005)と略称。

- 14) 2006年の調査では、証券報は大智慧信息技術有限公司と協力し、12月にネット調査を実施し、7,735件の回答を得た。『中国証券報』2006年12月26日を参照。また、証券報の2006年個人投資家調査の統計資料がある(『中国証券報』による提供)。証券報調査(2006)と略称。
- 15) 2007年の調査では、証券報は大智慧信息技術有限公司と協力し、12月にネット調査を実施し、11,205件の回答を得た。『中国証券報』2007年12月24日を参照。また、証券報の2007年個人投資家調査の統計資料がある(『中国証券報』による提供)。証券報調査(2007)と略称。
- 16) 2008年の調査では、証券報は新浪財經と共同で12月8日から19日までにネット調査を行い、17,397件の回答を得た。『中国証券報』2008年12月26日を参照。また、証券報の2008年個人投資家調査の統計資料がある(『中国証券報』による提供)。証券報調査(2008)と略称。

## 2. 深圳証券取引所の調査

深圳証券取引所の調査では、深証所は2001年12月10日から2002年1月20日までに、6社の証券会社と協力し、6つの主要な都市に、2,724人の個人投資家を対象に、サンプル調査を実施した。今回の調査では、91問のアンケートを設定し、有効回答は2,587人(有効回答率:94.97%)であり、サンプル分布は深圳(550人)、上海(600人)、北京(500人)、重慶(300人)、長沙(280人)、福州(270人)という6つの都市である。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、陳斌・李信民・杜要忠「中国股市個人投資者状況調査(研究報告)」(フルペーパー、深証綜研字第0055号)、<http://www.cninfo.com.cn>を参照。深証所調査(2002)と略称。

## 3. 上海証券取引所の調査および資料

- 1) 上海証券取引所は、2002年に中国銀行証券と

は華泰証券と協力し、31省市に調査を実施し、15,360件の有効回答を得た。今回の調査は、中国証券監督管理委員会と中国科学院心理研究所の協力も得た。『中国証券報』2000年3月29日、30日、4月4日、10日、12日を参照。証券報調査(1999)と略称。

- 8) 2000年の調査(2001年1月実施)では、証券報は華泰証券と協力し、31省市に調査を実施し、19,344件の回答を得た。『中国証券報』2001年2月26日、3月2日、5日、8日、12日を参照。証券報調査(2000)と略称。
- 9) 2001年12月の調査では、証券報は華泰証券と協力し、31省市に調査を実施し、15,239件の回答を得た。『中国証券報』2002年4月4日、5日、9日、11日、13日を参照。証券報調査(2001)と略称。
- 10) 2002年の調査(2003年1月実施)では、証券報は華泰証券と協力し、31省市に調査を実施し、6,086件の有効回答を得た。『中国証券報』2003年3月3日を参照。証券報調査(2002)と略称。
- 11) 2003年の調査では、証券報是北京師範大学心理学部と協力し、調査を実施した。『中国証券報』2004年2月26日を参照。証券報調査(2003)と略称。
- 12) 2004年の調査では、証券報は深圳華鼎市場調査会社と協力し、全国の20主な都市で、計6回の調査(6月、7月、8月、9月、11月、12月)を実施し、それぞれ2,711件、533件、2,645件、2,489件、2,486件、2,753件の有効回答を得た。『中国証券報』2004年6月8日、7月14日、8月18日、9月24日、11月30日、12月27日を参照。証券報調査(2004)と略称。
- 13) 2005年の調査では、証券報は深圳華鼎市場調査会社と協力し、7月(全国20の主な都市)と12月(全国12の主な都市、20余りの証券営業部)の2回の調査を実施し、それぞれ2,792件、2,671件の有効回答を得た。『中国証券報』2005年6月8日、7月4日、12月26日を参照。証券

共同で個人投資家と機関投資家・法人投資家を対象にアンケート調査を実施した。今回の調査は、サンプル調査で、全国28の省・市・自治区の170の証券営業部（1営業部35サンプル）から1,903件の有効回答を得て、個人投資家に30項目の質問、機関投資家・法人投資家に21項目の質問に調査を実施し、『中国投資家行為研究』という報告書をまとめた。「中国投資行為」「資本市場」2002年4月を参照。上証所調査(2002)と略称。

2) 上海証券取引所は、2005年1月から2008年5月までの上海市場の個人投資家および機関投資家を対象に、投資家口座の調査を実施した。今回の調査内容は、主に投資家の基本的な特徴および投資状況である。上海証券取引所「上海証券市場投資者現状調査報告」2008年7月（未公表）。上証所資料調査(2008)と略称。

3) 上海証券取引所は、上海市場の個人投資家の性別、年齢および学歴の登録資料がある。『上海証券取引所統計年鑑』、上海証券取引所「市場資料」の各年版を参照。

#### 4. 中国証券投資者保護基金の調査

中国証券投資者保護基金は、近年中国証券業協会および中国証券監督管理委員会投資教育弁公室と共同で2回のアンケート調査を実施した。

1) 2007年の調査では、中国証券業協会と中国証券投資者保護基金は、2007年6月に北京、上海などの17の主要都市、73の証券営業部で個人投資家を対象にサンプル調査を実施した。今回の調査は、3,650部のアンケートを配り、3,001部を回収し、2,880件の有効回答（有効率95.97%）を得た。また、178社の証券会社、投資信託、保険会社、信託会社および財務会社などの機関投資家も調査し、145件の有効回答（有効率81.46%）を得た。今回の調査は銀河証券、国泰君安証券、安信証券、中国上市公司市値管理研究中心および北京鹿苑天閣投資顧問有

限会社の協力を得た。中国証券業協会・中国証券投資者保護基金有限責任公司『中国証券市場投資者問卷調査・分析報告』2007年7月を参照。また、『中国証券報』2007年8月3日の関連報道もある。保護基金調査(2007)と略称。

2) 2008年の調査は、中国証券投資者保護基金有限責任公司と中国証券監督管理委員会投資教育弁公室が個人投資家を対象に実施したアンケート調査である。今回は証券営業部のサンプル調査とネット調査の二つの方法で実施された。証券営業部の調査では、2008年1月に、全国79の都市に10,000部のアンケートを配り、8,080件の有効回答（回収率：82.53%、有効率：97.90%）を得た。ネット調査では、10,015件の有効回答（有効率：100%）を得た。両者合わせた有効回答は18,095件になり、有効率は99.05%である。今回の調査は安信証券、銀河証券、国泰君安証券、聯合証券、泰陽証券、宏源証券および中国上市公司市値管理研究中心の協力を得た。中国証券投資者保護基金有限責任公司・中国証券監督管理委員会投資教育弁公室『第二期中国証券市場投資者調査分析報告』2008年2月を参照。また、『中国証券報』2008年4月1日、『上海証券報』2008年4月10日の関連報道もある。保護基金調査(2008)と略称。

## 参 考 文 献

1. 謝平(1992)「中国金融資産結構分析」『経済研究』11期。
2. 林毅夫・蔡昉・李周(1994)『中国的奇蹟：発展戦略と経済改革』上海三聯書店・上海人民出版社(林毅夫・蔡昉・李周『中国の経済発展』(渡辺利夫[監訳]、杜進[訳]日本評論社、1997年)。
3. 吳曉根(1995)「關於高儲蓄的思考」『金融研究』11期。

4. 国家統計局国民経済核算司・中国人民銀行統計司『中国資金流量表(1992-1997年)』。
5. 梁晓声(1997)『中国社会各階層分析』経済日報出版社。
6. 趙人偉, 李実, 卡爾・李思勤主編(1999)『中国居民收入分配再研究—經濟改革和發展中的收入分配』中国財政經濟出版社。
7. 李強(2000)『社会階層与貧富差別』鷺江出版社(李強『中国の社会階層与貧富の格差』ハーベスト社, 2004年)。
8. 「中国改革与發展報告」專家組(2002)『中国財富報告—転型期要素分配与收入分配—』上海遠東出版社。
9. 陸学芸主編(2002)『当代中国社会階層研究報告』社会科学文献出版社。
10. 陸学芸主編(2004)『当代中国社会流動』社会科学文献出版社。
11. 楊懷定(2002)『做個百万富翁—楊百万自述』上海人民出版社。
12. 華文勝(2003)「対当前居民儲蓄高速增長の成因分析」『現代管理科学』4期。
13. 曲揚(2003)「対居民高儲蓄增長の深層思考」『中央財經大學學報』8期。
14. 陳冠任・易揚(2004)『中国中産者調査』團結出版社。
15. 周曉虹主編(2005)『中国中産階層調査』社会科学文献出版社。
16. 万明輝(2005)「我国股票市場中個人投資者操作行為の実証分析」『中国科技信息』第7期。
17. 王開玉主編・方金友副主編(2006)『中国中等收入者研究』社会科学文献出版社。
18. 中国經濟改革研究基金会・中国經濟体制改革研究会聯合專家組(2006)『中国社会養老保險体制改革』上海遠東出版社。
19. 張東生主編・劉浩・王小卓副主編(2006)『中国居民收入分配年度報告(2006)』中国財政經濟出版社。
20. 張東生主編・劉浩・王小卓副主編(2007)『中国居民收入分配年度報告(2007)』中国財政經濟出版社。
21. 張東生主編・劉浩・王小卓副主編(2008)『中国居民收入分配年度報告(2008)』經濟科学出版社。
22. 朱光磊等著(2007)『当代中国社会各階層分析』天津人民出版社。
23. 劉鋼(2008)「中国基尼係数の未来走勢」『企業經濟』第3期。
24. 中国統一戦線理論研究会・党外知識分子統戰工作理論研究基地(2008)『新的社会階層与和諧社会的構建』中央文献出版社。
25. 李実, 史泰麗, 別雍・古斯塔夫森主編(2008)『中国居民收入分配研究Ⅲ』北京師範大學出版社。
26. 中国証券監督管理委員会(2008a)『中国資本市場發展報告』中国金融出版社。
27. 中国証券監督管理委員会編(2008b)『中国証券期貨統計年鑑』学林出版社。
28. 北條裕雄(1992)『現代アメリカ資本市場論—構造と役割の歴史的変化』同文館。
29. ロンドン資本市場研究会編(1997)『機関投資家と証券市場』日本証券經濟研究所。
30. 渋谷博史・井村進哉・中浜隆編(1997)『日米の福祉国家システム—年金・医療・住宅・地域』日本經濟評論社。
31. 荒巻健二(1999)『アジア通貨危機とIMF—グローバル化の光と影』日本經濟評論社。
32. 渋谷博史・内山昭・立岩寿一編(2001)『福祉国家システムの構造変化—日米における再編と国際的枠組み』東京大学出版会。
33. 渋谷博史・首藤恵・井村進哉編(2002)『アメリカ型企業ガバナンス—構造と国際的インパクト—』東京大学出版会。
34. 渋谷博史(2005)『20世紀アメリカ財政史 [I], [II], [III]』東京大学出版会。
35. 佐藤宏(2003)『所得格差と貧困』名古屋大学出版社。
36. 若林敬子(2005)『中国の人口問題と社会的現実』ミネルヴァ書房。
37. 唐成(2005)『中国の貯蓄と金融—家計・企

業・政府の実証分析―慶應義塾大学出版会。

38. 日本証券業協会編 (2005)『個人投資家と証券市場のあり方』中央経済社。
39. 王東明 (2007)「証券 (要覧・統計)」中国研究所編『中国年鑑2007』毎日新聞社。
40. 日本証券業協会 (2008)「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書」11月。
41. 王東明 (2008)「証券 (要覧・統計)」中国研究所編『中国年鑑2008』毎日新聞社。
42. 山口重克 (2008)『現実経済論の諸問題』御茶の水書房。
43. 柴田徳太郎 (2009)『資本主義の暴走をいかに抑えるか』ちくま新書。
44. SIFMA (2007). Securities Industry and Financial Markets Association, Securities Industry and Financial Markets Global

Addendum 2007, Research Report, November 2007, Vol 11, No10.

45. Poverty Reduction and Economic Management Department, East Asia and Pacific Region, World Bank (2009). From poor areas to poor people: China's evolving poverty reduction agenda. An assessment of poverty and inequality in China, March.

\* 追記：本稿は、証券経済学会および中国経済学会で丸淳子教授と王京濱准教授から有益なコメントを頂戴しました。また、『中国証券報』の施如海氏、孔雪松氏および謝涛氏、獨協大学の斉藤美彦教授、大阪市立大学の李捷生教授からも大変貴重な助言を頂きました。ここに記して深く感謝の意を表したい。もちろん、本稿における誤りはすべて筆者の責任である。なお、本稿は、獨協大学国際共同研究助成費および科学研究費補助金 (課題番号：1633035) による研究成果の一部である。

(摂南大学外国語学部准教授)