

研 究

中国証券市場の問題点の分析

中国証券市場の株価変動の要因

宮 慧 杰

目 次

はじめに

1. 中国の主要な投資主体 個人投資家の要因
 - (1) 中国の個人投資家の投資知識の水準の低さ
 - (2) 中国個人投資家の情報収集の難しさ
2. 上場会社 配当の要因
 - (1) 中, 日, 米の有配企業数比較
 - (2) 中, 日, 米国の配当利回り比較
 - (3) 中, 日, 米の配当性向比較
3. 中国の個人投資家の貯蓄額の上昇と流通株
おわりに

は じ め に

前篇の「中, 日, 米の株価動向の国際比較」に述べたように中国証券市場の株価は日, 米に比べると, 非常に変動が激しい。この原因は一体何であろうか。本論文では, 中国株価の変動要因を中国の主要な投資主体である個人投資家の要因, 上場会社における配当の状況, 中国の個人投資家の貯蓄額の上昇傾向からみた流通株の問題という点から分析する。

1. 中国の主要な投資主体 個人投資家の要因

(1) 中国の個人投資家の投資知識の水準の低さ

中国証券市場では個人投資家は, 市場全体の大多数を占めている。表 1 の上海取引所の投資家状況を見ると, 1991 年から 1996 年まで個人投資家は市場全体の 99% 強を占め, 特に 1991 年の証券市場開設の時には投資家すべてが個人投資家であった。

しかし, 中国証券市場の個人投資家は投資知識に関して未熟である。表 2 の 1996 年から 2000 年までの中国個人投資家の教育水準を見ると, 専門学校卒以下及び専門学校卒の投資家は 1996 年に 42.54%, 1997 年に 48.95%, 1998 年に 50.92%, 1999 年に 52.39%, 2000 年に 65.43% を占めている。このような教育水準の低い個人投資家は証券市場に対する専門知識をほとんど持っていない。さらに, 証券市場のリスクについてもほとんど意識することなく, 高利益のみを追求するあまり, 頻繁に売買することだけを考えている。そのため, 前篇に説明したように中国証券市場の売買回転率は日, 米と比べると非常に高くなる傾向がある。

表 1 中国上海証券取引所の投資家状況

年度	投資全体		個人投資家		機関投資家	
	口座数(万)	割合	口座数(万)	割合	口座数(万)	割合
1991	11.00	100%	11.00	100.0%	0.00	0.0%
1992	111.23	100%	110.53	99.4%	0.70	0.6%
1993	423.51	100%	421.92	99.6%	1.59	0.4%
1994	574.89	100%	572.57	99.6%	2.32	0.4%
1995	685.20	100%	682.32	99.6%	2.88	0.4%
1996	1207.87	100%	1204.11	99.7%	3.76	0.3%

出所：『上海証券交易所統計年鑑』1997年版・上冊 15 ページによって作成した。

表 2 中国個人投資家の教育水準

投資家の学歴	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年
専門学校卒以下	32.73%	38.00%	35.19%	32.93%	36.61%
専門学校卒	9.81%	10.95%	15.73%	19.46%	28.82%
短期大学卒	17.35%	18.10%	18.15%	18.38%	21.64%
大学卒	7.41%	7.51%	7.68%	7.65%	8.55%
修士及び修士以上	3.14%	3.65%	4.19%	3.97%	4.37%
その他	29.56%	21.79%	19.07%	17.61%	0.00%
合計	100%	100%	100%	100%	100%

出所：『上海証券交易所統計年鑑』1997年版以降 2001年版までの各年版から作成した。

(2) 中国個人投資家の情報収集の難しさ

中国ではディスクロージャー即ち情報開示制度がまだ日、米のように整備されていない。中国国内の政策動向や国際的な経済動向などに関する情報はめったに公開されず、情報の大部分は噂の形で流されている。中国の一般投資家即ち個人投資家は新聞、専門雑誌、証券会社などを通じて、確実な経済情報を手に入れるのが難しい。しかし、政府と深い関係がある一部の投資家はしばしば政府関係者からの内部情報を利用し利益を得る。このため市場関係者は経済情報に過度に敏感になり、市場内に流れている噂や憶測などがときどき市場の混乱を引き起こす。

いちばん有名なのは上海市場の「2.23 事件」であった¹⁾。中国の万国証券会社は「327」と

1) 上海証券交易所発展研究中心・上海社会科学院部門経済研究所の『上海証券年鑑』1996年版の654ページ（次頁に続く）

いう国債先物を法定で認められた当社所有の全銘柄総額の上限を越えるほど持っていた。しかし、「327」国債先物の市場価格がますます高騰した。万国証券会社は「327」国債先物の市場価格を下げさせて、損失を減少させるため、1995年2月23日に上海証券取引所で大手証券会社数社と「327」国債先物を同時に大量に売って、根拠のない噂を利用し、取引終了の8分前に8536億人民元の取引成約量をなしたが、この金額は当時の流通国債の総額を大幅に越えた金額であった。市場がきわめて混乱に陥った。このスキャンダル事件をきっかけに政府は国債市場に厳しく整理し、先物取引が禁止された。

このような事件がしばしば起こって、投機による価格変動が激しくなる。中国個人投資家にとって適正な情報を早く、正確に収集するのがもっとも大切なことである。

2. 上場会社 配当の要因

中国証券市場の株価が激しく変動する一因は中国上場会社の配当問題であると思う。この節に中、日、米の上場会社の配当企業数、配当利回り、配当性向の比較を通じて、1993年から1995年までの短い三年間の比較だけでも、中国上場会社の配当の問題がはっきり分かるだろう。

(1) 中、日、米の有配企業数比較

表3を見ると、中国の場合は1993年では上場会社数は70社あるが、そのうち有配企業は33社しかなく、有配企業率は47.14%である。1994年では上場会社数は94社であり、そのうち有配企業は67社と増えている、有配企業率は71.28%であるが、1995年では上場会社数95社のうち有配企業は27社に減少している、有配企業率は28.42%である。

日本の場合は、1993年では上場会社数は2087社あるが、そのうち有配企業数は1739社であり、有配企業率は83.33%である。1994年では上場会社数は2120社であり、そのうち有配企業数は1744社であり、有配企業率は82.26%である。1995年では上場会社数2167社のうち有配企業は1800社であり、有配企業率は83.06%である。

以上の分析から分かるとおり、1993年 1995年において、中、日有配企業率を比較すると、中国・上海のほうは日本より36.19%、10.98%、54.64%低い。

アメリカの場合は、1993年では上場会社数817社のうち有配企業は786社であり、有配企業率は96.21%である。1994年では上場会社数815社のうち有配企業は782社であり、有配企業率は95.95%である。1995年では上場会社数は815社で、有配企業は777社であり、有配企業率は95.34%である。

このように、中国上海の1993年 1995年3年間の有配企業率はアメリカのそれと比べると、それぞれ49.07%、24.67%、66.92%の差があり、非常に低い。

表 3 中国上海，日本，アメリカの有配企業状況

年度	中国 上海			日 本			アメリカ		
	上場企業 (社)	有配企業 数(社)	有配企業 率	上場企業 (社)	有配企業 数(社)	有配企業 率	上場企業 (社)	有配企業 数(社)	有配企業 率
1993	70	33	47.14%	2087	1739	83.33%	817	786	96.21%
1994	94	67	71.28%	2120	1744	82.26%	815	782	95.95%
1995	95	27	28.42%	2167	1800	83.06%	815	777	95.34%

出所：中国上海のデータは上海社会科学院出版社の『上海証券年鑑』1993年～1997年版によって、日本、アメリカのデータは全国証券取引所協議会の『配当状況調査』平成5年度、平成6年度、平成7年度の資料によって作成した。

- 注：1．日本における調査対象会社は全国証券取引所上場会社のうち数値が利用可能な会社である。
2．アメリカにおける調査対象会社は「Moody's Handbook of Common Stocks」に収録されているNYSE上場会社のうち数値が利用可能な会社である。

(2) 中，日，米国の配当利回り比較

中国上海・シンセンと日本及びアメリカの配当利回りと公定歩合を比べてみることにしよう。

表4に示すように、中国上海は1993年に配当利回りが0.81%、公定歩合が9.10%で、配当利回りは公定歩合の9%である。1994年は配当利回りが1.29%、公定歩合が10.62%で、配当利回りは公定歩合の12%である。1995年は配当利回りが0.76%、公定歩合が11.03%で、配当利回りは公定歩合の7%に過ぎない。

中国シンセンは1993年に配当利回りが1.27%、公定歩合が9.10%で、配当利回りは公定歩合の14%である。1994年は配当利回りが3.11%、公定歩合が10.62%で、1995年は配当利回りが2.83%、公定歩合が11.03%で、1994年と1995年の配当利回りはそれぞれ約公定歩合の29%、26%ぐらいである。

日本は1993年に配当利回りが0.82%、公定歩合が1.75%で、1994年に配当利回りが0.74%、公定歩合が1.75%で、配当利回りはそれぞれの公定歩合の47%、42%である。特に、1995年に配当利回りが0.76%、公定歩合が0.50%で、配当利回りは公定歩合の152%であり、逆に配当利回りは公定歩合より高くなる。

アメリカは1993年に配当利回りが2.71%、公定歩合が3.00%で、配当利回りは公定歩合の90%でちょっと低い。1994年は配当利回りが2.89%、公定歩合が4.75%で、配当利回りは約公定歩合の61%である。1995年は配当利回りが2.32%、公定歩合が5.25%で、配当利回りは約公定歩合の44%である。

中国を日本及びアメリカと比較すると、配当利回りが公定歩合に比べて異常に低いということとは、中国の個人投資家が利回り目的ではなく、もっぱらキャピタル・ゲインを目的に投資を

しており、長期投資ではなく、短期売買に特化していることを示している。

表4 中国上海・シンセン、日本、アメリカの配当利回りと公定歩合

年度	上海		シンセン		日本		アメリカ	
	配当利回り	公定歩合	配当利回り	公定歩合	配当利回り	公定歩合	配当利回り	公定歩合
1993	0.81%	9.10%	1.27%	9.10%	0.82%	1.75%	2.71%	3.00%
1994	1.29%	10.62%	3.11%	10.62%	0.74%	1.75%	2.89%	4.75%
1995	0.76%	11.03%	2.83%	11.03%	0.76%	0.50%	2.32%	5.25%

出所：上海の配当利回りは上海社会科学院出版社の『上海証券年鑑』1994年～1996年版によって、シンセンの配当利回りはシンセン市証券管理办公室の『シンセン証券市場年報』1999年版と中国誠信証券評估有限公司の『中国上市公司基本分析』1997年版によって作成した。

上海、シンセンの公定歩合は中国金融学会の『中国金融年鑑』1996年、1998年版によって作成した。

日本、アメリカの配当利回りは東京取引所の『東証要覧』の1997年版によって、公定歩合は日本銀行国際局の『日本経済を中心とする国際比較統計』の1997年版によって作成した。

注：1. 上海、シンセンの公定歩合は一年ものである。

2. 上海、シンセンの配当利回りは加重利回りの計算式で算出された。

(3) 中、日、米の配当性向比較

次に、表5 上海上場企業、シンセン上場企業の配当性向を日、米製造業の配当性向と比較する。1993年では、上海上場企業の配当性向は36.82%で、日本の66.27%より29%、アメリカの59.10%より22%低い。シンセン上場企業の配当性向は25.45%で、日本より41%、アメリカより34%低い。1994年では、上海上場企業の配当性向は56.64%で、日本の82.91%より26%低く、アメリカの44.28%より12%高いが、シンセン上場企業の配当性向は38.07%で、日本より45%、アメリカより6%低い。1995年では、上海上場企業の配当性向は35.29%で、日本の48.53%より13%、アメリカの40.25%より5%低く、シンセン上場企業の配当性向は36.74%で、日本より12%と、アメリカより4%低い。

最後に、1993年～1995年の配当性向の平均を比べてみる。中国・上海は42.92%であり、日本の65.90%より23%ぐらい、アメリカの47.88%より5%ぐらい低い。中国・シンセンのそれは33.42%であり、日本、アメリカのそれよりそれぞれ32%、14%ぐらい低い。

以上のように中国の上場会社のうち配当をしている会社の数は少なく、公定歩合と比べると配当利回りがずいぶん低い上に、配当性向も低いいため、投資家は配当ではなく値上り益のみを目的に株式に投資をしており、株式の売買回転率は高くなる。これは株価の変動を激しくする1つの要因である。

表 5 上海・シンセン，日本，アメリカ上場企業の配当性向（％）

年度	上海	シンセン	日本	アメリカ
1993	36.82	25.45	66.27	59.10
1994	56.64	38.07	82.91	44.28
1995	35.29	36.74	48.53	40.25
平均	42.92	33.42	65.90	47.88

出所：上海の配当性向は上海社会科学院出版社の『上海証券年鑑』1994年～1996年版によって、シンセンの配当性向はシンセン証券取引所の『シンセン証券市場統計年鑑』1994年～1996年版と中国誠信証券評估有限会社の『中国上市公司基本分析』1997年版によって作成した。

日本，アメリカの配当性向は全国証券取引所協議会の『配当状況調査』の平成5年度，平成6年度，平成7年度によって作成した。

3．中国の個人投資家の貯蓄額の上昇と流通株

表 6 中国投資家状況

年度	上海証券取引所		シンセン証券取引所		全国合計		全国人口 (万人)	全国投資家の 割合
	投資家数 (万人)	新投資家数 (万人)	投資家数 (万人)	新投資家数 (万人)	投資家数 (万人)	新投資家数 (万人)		
1993	423.51	312.28	354.15	248.73	777.66	561.01	118,517	0.66%
1994	574.89	151.38	484.09	129.94	1058.98	281.32	119,850	0.88%
1995	685.20	110.31	557.27	73.18	1247.47	183.49	121,121	1.03%
1996	1207.87	522.67	1099.35	542.09	2307.23	1064.76	122,389	1.89%
1997	1713.31	18.08	1620.02	521.10	3333.33	539.18	123,626	2.70%

出所：「上海証券報」と「中国証券報」の各版，『中国証券期貨統計年鑑』1999により作成した。

表 6 と表 8 が示すように，1993 年では，中国人口は 11.85 億人，そのなかで個人投資家は 777.66 万人であり，その割合は 0.66%，さらに流通株式総数は 57.14 億株である。1994 年では，中国人口 11.99 億人，個人投資家 1058.98 万人，その割合は 0.88%であり，流通株式総数は 144.41 億株である。1995 年では，人口 12.11 億人，個人投資家 1242.47 万人，その割合は 1.03%であり，流通株式総数は 178.98 億株である。1996 年では，中国人口 12.24 億人，個人投資家 2307.23 万人その割合は 1.89%であり，流通株式総数は 267.07 億株である。1997 年では，人口 12.36 億人，そのうち個人投資家 3333.33 万人その割合は 2.70%であり，流通株式総数 443.25 億株である。そのように，中国では個人投資家一人当たりの流通株式数は約 700 株 1300 株あまりにすぎない。

表7 中国個人貯蓄

年度	人口総数（億人）			貯蓄合計（億元）			一人当たりの貯蓄（元）		
	合計	都市人口	農村人口	合計	都市貯蓄	農村貯蓄	全国平均	都市貯蓄	農村貯蓄
1978	9.62	1.72	7.90	210.6	154.9	55.7	21.9	90.1	7.1
1979	9.75	1.85	7.90	281.0	202.6	78.4	28.8	109.5	9.9
1980	9.87	1.91	7.96	399.5	282.5	117.0	40.5	147.9	14.7
1981	10.01	2.02	7.99	523.7	354.1	169.6	52.3	175.3	21.2
1982	10.16	2.11	8.05	675.4	447.3	228.1	66.5	212.0	28.3
1983	10.27	2.41	7.86	892.5	572.6	319.9	86.9	237.6	40.7
1984	10.38	3.31	7.07	1214.7	776.6	438.1	117.0	234.6	62.0
1985	10.50	3.84	6.66	1622.6	1057.8	564.8	154.5	275.5	84.8
1986	10.65	4.41	6.24	2238.5	1472.4	766.1	210.2	333.9	122.8
1987	10.81	5.04	5.77	3081.4	2075.7	1005.7	285.1	411.8	174.3
1988	10.96	5.44	5.52	3822.2	2679.9	1142.3	348.7	492.6	206.9
1989	11.21	5.55	5.57	5196.4	3784.3	1412.1	467.3	681.9	253.5
1990	11.43	5.72	5.71	7119.8	5278.2	1841.6	622.9	922.8	322.5
1991	11.58	3.05	8.53	9241.6	6924.9	2316.7	798.1	2270.5	271.6
1992	11.72	3.24	8.48	11758.0	8892.1	2867.3	1003.2	2744.5	338.1
1993	11.85	3.34	8.52	15203.5	11627.3	3576.2	1283.0	3481.2	419.7
1994	11.99	3.43	8.56	21518.8	16702.8	4816.0	1794.7	4869.6	562.6
1995	12.11	3.52	8.60	29662.3	23466.7	6195.6	2449.4	6666.7	720.4
1996	12.24	3.60	8.64	38520.8	30850.2	7670.6	3147.1	6518.5	887.8
1997	12.36	3.70	8.66	46279.8	37147.6	9132.2	3744.3	10040.0	1054.1

出所：『中国金融年鑑 1998』の資料により作成。

日本では、1993年～1997年現在、人口約1.2億人、そのうち個人株主数約2700万人、個人投資家の割合は23%、流通株式総数は4000億株ぐらいである（表9）。個人投資家一人当たりの流通株式数は1万5千株ぐらいであり、中国のその15倍である。中、日の比較を通じて、中国では個人投資家にとって流通株式数はきわめて過少であるといえる。特に、表7のとおり、中国では個人貯蓄がますます上がっており、個人が株式市場に回すことができる資金は増え、株式投資は一層活発になっている。

表 8 中国株式発行の総括表（単位：億株）

年度	上 海				シンセン			
	発行済株式総数		流通株式総数		発行済株式総数		流通株式総数	
	A 株	B 株	A 株	B 株	A 株	B 株	A 株	B 株
1993	188.67	17.95	27.15	18.28	111.51	10.54	29.99	6.20
1994	387.63	31.43	76.81	31.25	205.00	15.58	67.60	9.97
1995	463.60	34.65	95.20	24.65	240.48	26.90	83.78	21.35
1996	625.54	45.28	141.30	45.28	399.47	40.06	125.77	32.99
1997	907.76	67.61	217.95	67.61	738.37	57.48	225.30	49.76

出所：『中国証券期貨統計年鑑 1999』により作成。

表 9 日本の個人株主数と流通株式数

年度	個人株主数（人）	総人口（千人）	割 合	流通株式総数（千株）
1993	27,335,458	124,938	21.9%	349,774,504
1994	27,208,726	125,265	21.7%	355,175,617
1995	27,038,789	125,570	21.5%	356,643,762
1996	27,373,177	125,864	21.7%	362,327,176
1997	27,856,278	126,166	22.1%	364,411,949

出所：『日本の統計 2000』、『東証要覧 1995』、『東証要覧 1999』、『株式分布状況調査』平成 6 年度，7 年度，8 年度，9 年度，10 年度の資料により作成。

このように、中国では個人投資家に対する流通株式総数が過少なため、株式に対する投資は過熱ぎみとなり、そのことが株価変動率の激しさの一因となっている。

お わ り に

以上分析したように、中国証券市場の株価は日、米に比べると、非常に変動が激しいのは中国の個人投資家の投資知識の水準の低さ、情報開示制度の遅れ、上場会社の配当の少なさ、中国個人投資家の貯蓄額の上昇に対して流通株の過小などの要因と綿密な関係がある。中国証券市場を成熟な市場に発展させるために個人投資家の育成、情報開示制度の充実、上場会社配当の問題、流通株のあり方の問題は今後の課題になるだろう。