

～海外情報～

2011年9月16日 全44頁

中国の株式市場（2011年版）

経済調査部
齋藤 尚登

信用取引本格実施の方針、RQFII 導入に向けた動き、B株配当課税

[要約]

- 中国の株式市場制度に関する情報を網羅的にまとめた。最近の新たな動きとしては、信用取引のテスト段階から本格実施への移行プロセスの開始や、香港で保有されている人民元の中国証券投資である RQFII 導入に向けた動きなどがあり、注目される。この他、B株の配当への免税規定は廃止された。なお、この1年の新たな動きや情報については、本文に下線を引いている。

1. 証券市場の最近の動向	4-2 売買単位
1-1 証券業の対外開放	4-3 呼び値
1-2 QFII制度の導入	4-4 値幅制限
1-3 QDII制度の導入	4-5 値付けの方法
1-4 QDIIによる台湾株投資が解禁へ	4-6 取引の種類
1-5 「直通列車」は発車されないまま廃線	4-7 決済の流れ
1-6 外貨準備運用機関CICの動向	4-8 取引コスト
1-7 株式市場（発行市場）の対外開放	4-9 取引停止、特別処理、上場廃止
1-8 「全株流通」改革	
1-9 信用取引テストと本格実施への移行プロセス	5. 上場企業
1-10 株価指数先物の導入	5-1 上場基準
1-11 新規公開株式の10%に相当する国有株を 社会保障基金に充当	5-2 上場企業
2. 株式市場の構造	6. 投資家
3. 証券取引所	7. 証券税制
3-1 取引所の概要	7-1 配当課税
3-2 取引所会員	7-2 キャピタル・ゲイン課税
4. 売買仕法	7-3 個人による売却制限付き株式の売却解禁前・ 解禁後の有償譲渡に20%課税
4-1 取引時間	7-4 企業による売却制限付き株式の譲渡益に企業 所得税を課税

1. 証券市場の最近の動向

1-1 証券業の対外開放

WTO加盟に伴う証券業
の対外開放

中国は01年12月のWTO加盟に際し、証券業の対外開放を事前合意した。具体的には、加盟時までに、①外国証券会社は、中国側の仲介なしでB株の取引を直接行うことができる、②外国証券会社の在中国事務所は、中国の証券取引所の特別会員となることことができる、③外国機関は、外資比率33%までのアセットマネジメント会社を設立し、国内証券投資ファンドマネージメント業務を行うことができ、加盟後3年以内に外資比率を49%まで引き上げることができる、④外国証券会社は、外資比率1/3までの証券会社を設立し、中国の仲介業者を経ずに、A株の引受（取引は不可）、B株・H株といった外資株、政府債、社債の引受と取引、ファンドの設立を行うことができる、⑤合弁証券会社は、コンサルティング業務やその他の補助的な金融サービス業務（信用調査、証券投資に関する研究・コンサルタント、M&A業務など）を行うことができること、である。

WTO加盟事前合意事項 の着実な実施

こうした事前合意は、概ね着実に実行に移された。従来、中国の株式市場は国内投資家専用市場である A 株市場と、外国投資家専用市場の B 株市場に分断され、外国証券会社は、外国投資家向けの B 株式の仲介、しかも、中国の証券会社を通じた間接的な売買のみを行うことが許されていたに過ぎなかった。しかし、上記①により、外国証券会社は、B 株の直接取引を行うことが可能となった。ちなみに、B 株市場は 01 年 2 月と 6 月に段階的に国内投資家に開放され、後述する QFII による一部海外機関投資家の A 株市場参入など、両市場を分断する壁は低くなってきている。

外資出資証券会社・基金管理会社設立の法的な裏付けとなるのは、02 年 6 月 1 日公布、7 月 1 日発効の「外資出資証券会社設立規則」と、「外資出資基金管理会社設立規則」である。

外資出資証券会社の 設立

外資出資比率は 1/3 が 上限

「外資出資証券会社設立規則」では、①外資による保有比率は直接・間接を問わず 1/3 を超えないこと、②経営範囲は人民元普通株（A 株）・外資株・政府債・社債の引受と推薦、外資株・政府債・社債の売買仲介（A 株の売買仲介はできない）、政府債・社債の自己売買とすること、などと規定された。外資の参加方式は、中国の証券会社への直接出資、もしくは合弁証券会社の設立である。直接出資の場合、出資を受けた中国の証券会社は、外資系証券会社として扱われ、従来、単独では可能であった A 株式の売買はできなくなるとされた（A 株の売買は独立した別組織・会社で行う）。

外資出資証券会社へ の規制緩和

中国証券監督管理委員会（CSRC）は、07 年 12 月 28 日付けで「外資出資証券会社設立規則の修正に関する決定」を発表した（発効は 08 年 1 月 1 日）。上記「外資出資証券会社設立規則」からの主な修正点は、①外資出資証券会社の証券従業員資格保有者の最低人数を従来の 50 人以上から 30 人以上に減らしたこと、②外資出資者について、従来は証券業経営機関に限定されていたものが、金融機関と一般の機関投資家にも開放されたこと（外資側の資格要件である経営年数は従来の 10 年以上から 5 年以上に緩和）、③外資出資証券会社の経営形態について、従来の有限責任会社に限定するとの規定が削除されたこと（株式会社であれば上場の道が開ける）、④上場証券会社への出資について、明確な規定が設けられたこと、の 4 点である。上記②では、外資側の少なくとも 1 社は金融業務経営資格を有していなければならない、出資後のロックアップ期間は 3 年と規定されている。

外資が出資する上場 証券会社に A 株ブロー カレッジ業務を解禁

上場証券会社への外 資出資比率は、合計 25%が上限

修正の最大のポイントは、上記④の上場証券会社への外資出資に関する規定の明確化である。具体的には、(1) 証券取引所取引において、直接・間接の外資の持株比率が 5%以上となった場合、情報開示を行い（5%ルール）、CSRC が当該株主の資格審査を行う、(2) 外資出資者が証券取引所にて上場証券会社の株式を買い取り、あるいは上場証券会社と戦略的協力関係を結び、かつ CSRC がその上場証券会社の株式保有を認めた場合、外資出資後の上場証券会社の既に批准を受けた業務範囲は不変である、(3) 上場証券会社に対する単独の外資の出資比率は直接・間接を問わず 20%を超えてはならず、外資合計の出資比率は同様に 25%を超えてはならない、と規定された。上記 (2) と (3) により、外資の出資比率が単独で 20%、合計で 25%以下の上場証券会社については、A 株の売買仲介業務を行うことができることが示されたが、11 年 8 月末時点で WTO 加盟後に申請・設立された外資出資証券会社は全て非上場である（中国光大ホールディングスが 33.3%を出資する光大証券有限責任会社は 09 年 8 月 18 日に上海 A 株市場に上場したが、同社の設立は WTO 加盟前の 96 年 4 月であり、以前から A 株のブローカレッジ業務が認められていた）。

なお、WTO 加盟以前に設立認可を受けた合弁証券会社については、A 株のブローカレッジ業務が認められており、国内の証券会社と同じ業務を行うことができ、外資の出資比率も 49%までが認められている。具体的には、中国国際金融有限会社（95 年 4 月

設立、現在外資 5 社が合計 49%出資)、光大証券有限責任会社 (96 年 4 月設立、中国光大ホールディングが 33.3%出資)、中銀国際証券有限責任会社 (02 年 1 月設立、中銀国際ホールディングが 49%出資) の 3 社である。このうち、中国国際金融有限会社への出資者であったモルガン・スタンレーは、その持分を既存株主であるシンガポール政府投資会社 (GIC) とグレート・イースタン・ライフ・アシュアランス、新規株主となるテキサス・パシフィック・グループ (TPG)、コールバーグ・クラビス・ロバーツ (KKR) の 4 社に売却し、出資者ではなくなっている (既存出資者である Mingly の出資比率は変わらず)。

非上場の外資出資証券会社に地域限定でA株ブローカレッジ業務を解禁

WTO 加盟後に申請・設立された外資出資証券会社 (非上場会社) については、A 株ブローカレッジ業務は制度上認められていないが、2つの例外がある。06 年 12 月に設立が認可された「瑞銀証券有限責任会社」 (北京証券+UBS グループ+IFC) は、経営不振に陥っていた北京証券を UBS が救済したものであり、特例として A 株のブローカレッジ業務が認められている (外資側出資比率は 24.99%)。もうひとつは、08 年 6 月 16 日付けの CSRC 通達で、財富証券と仏クレディ・リヨネ証券の合弁証券会社である「華欧国際証券有限責任会社」 (09 年 12 月に「財富クレディ・リヨネ証券有限責任会社」に改名) に対して、上海市、江蘇省、浙江省の長江デルタ地域に限定して A 株ブローカレッジ業務を認めたことである。地域限定とはいえ、外資出資証券会社に A 株のブローカレッジ業務が認められた意義は大きい。①以前から認められている A 株の引受業務と、今回認められた A 株のセカンダリー業務は表裏一体であり、ブローカレッジへの参入が認められることによって、円滑な消化販売の促進が可能になる、②地場証券会社の収入の大半を占める株式委託売買手数料を新たな収入源とすることができるためである。ただし、11 年 7 月末現在、A 株ブローカレッジ業務解禁の動きは他の合弁証券会社には拡大されていない。中国の株式市場 (証券会社) の健全化・国際化をより強固なものにするには、合弁証券会社への A 株ブローカレッジ業務の解禁の他、外資側出資比率 (現行 1/3 が上限) の緩和などさらなる規制緩和が望まれる。

11 年 7 月末現在、WTO 加盟の事前合意事項に基づく外資出資証券会社は 9 社となり、加盟以前の 3 社と合わせると、12 社が営業中である。

外資出資証券会社一覧

会社名	設立日	出資者	出資比率
中国国際金融有限会社	1995/4	モルガン・スタンレー	34.30%
		GIC (シンガポール政府投資会社)	7.35%
		Mingly Corporation	7.35%
【外資出資者の変更】2010年11月26日付けでCSRCが認可			
中国国際金融有限会社	2010/11	シンガポール政府投資会社 (GIC)	16.35%
		テキサス・パシフィック・グループ (TPG)	10.30%
		コールバーグ・クラビス・ロバーツ	10.00%
		Mingly Corporation	7.35%
		グレート・イースタン・ライフ・アシュアランス	5.00%
光大証券有限責任会社	1996/4	中国光大ホールディング	33.30%
中銀国際証券有限責任会社	2002/1	中銀国際ホールディング	49.00%
財富・クレディ・リヨネ証券有限責任会社	2002/12	クレディ・リヨネ証券	33.33%
海際大和証券有限責任会社	2004/6	大和証券キャピタル・マーケット株式会社	33.33%
高盛高華証券有限責任会社	2004/11	ゴールドマン・サックス (アジア)	33.00%
瑞銀証券有限責任会社	2006/12	UBS集団 IFC (国際金融会社)	20.00% 4.99%
クレディスイス方正証券有限責任会社	2008/6	クレディスイス	33.30%
中徳証券有限責任会社	2008/12	ドイツ銀行	33.30%
華英証券有限責任会社	2010	RBS銀行	33.30%
第一創業証券JPモルガン証券有限責任会社	2010/12	JPモルガン	33.30%
モルガンスタンレー華鑫証券有限責任会社	2010/12	モルガンスタンレー	33.30%

(注1) 水色がWTO加盟の事前合意事項に基づく外資出資証券会社

(注2) クレディスイス方正証券、中徳証券、華英証券、第一創業証券、JPモルガン証券、モルガンスタンレー華鑫証券は設立認可日

(注3) 華欧国際証券有限責任会社は09年12月に財富・クレディ・リヨネ証券有限責任会社に改名

(注4) モルガン・スタンレーは中国国際金融への出資を解消。保有株 (34.3%) をTPG (テキサス・パシフィック・グループ)、KKR (コールバーグ・クラビス・ロバーツ)、GIC、グレート・イースタン・ライフ・アシュアランスの4社に売却

(出所) 中国証券監督管理委員会資料より大和総研作成

また、「外資出資基金管理会社設立規則」では、外資比率上限は当初 33%、WTO 加盟後 3 年以内に上限 49%とされ、05 年 4 月には、UBS が 49%を出資する合弁ファンドマネージメント会社の設立が当局の認可を受けた。11 年 7 月末時点で、合弁ファンドマネージメント会社は 38 社となっている。

外資出資合弁ファンドマネージメント会社一覧

会社名	設立日	出資者	出資比率
国泰基金管理有限会社	1998/3	ゼネラル・グループ	30.00%
鵬華基金管理有限会社	1998/12	ウーリゾン金融グループ	49.00%
長盛基金管理有限会社	1999/3	DBSアセット・マネジメント	33.00%
嘉実基金管理有限会社 (ハーベスト)	1999/3	ドイチェ・アセット・マネジメント	30.00%
富国基金管理有限会社	1999/4	モントリオール銀行	27.78%
融通基金管理有限会社	2001/5	日興アセット・マネジメント	40.00%
国投瑞銀基金管理有限会社	2002/6	UBS	49.00%
泰達宏利基金管理有限会社	2002/7	マニュライフ・ファイナンシャルアセット・マネジメント	49.00%
招商基金管理有限会社	2002/12	INGインベストメント・マネジメント	33.30%
金鷹基金管理有限会社	2002/12	バンク・オブ・イーストアジア	11.00%
華宝興業基金管理有限会社	2003/2	ソシエテ・ジェネラル銀行	49.00%
国聯安基金管理有限会社	2003/3	アリアンツAG	49.00%
モルガン・スタンレー華鑫基金管理有限会社	2003/3	モルガン・スタンレー	40.00%
海富通基金管理有限会社	2003/4	フォルティス・アセット・マネジメント	49.00%
景順長城基金管理有限会社	2003/6	インベスコ	49.00%
興業全球基金管理有限会社	2003/9	AEGONインターナショナル	49.00%
申万菱信基金管理有限会社	2003/12	三菱UFJ信託銀行	33.00%
中海基金管理有限会社	2004/3	LCF	15.39%
上投モルガン基金管理有限会社	2004/4	JPモルガン・フレミング・アセット・マネジメント	49.00%
光大保德信基金管理有限会社	2004/4	ブルーデンシャル・アセット・マネジメント (米国)	33.00%
中銀基金管理有限会社	2004/6	ブラックロック	16.50%
国海富蘭克林基金管理有限会社	2004/9	テンブルトン	49.00%
華泰柏瑞基金管理有限会社	2004/11	バインブリッジ・インベストメンツ・エルエルシー	49.00%
工銀瑞信基金管理有限会社	2005/6	クレディ・スイス	25.00%
交銀施羅德基金管理有限会社	2005/7	シュローダー・インベストメント・マネジメント	30.00%
信誠基金管理有限会社	2005/8	ブルーデンシャル (英国)	49.00%
建信基金管理有限会社	2005/9	プリンスパル・ファイナンシャル	25.00%
滙豐晋信基金管理有限会社	2005/10	HSBCグローバル・アセット・マネジメント	49.00%
信達澳銀基金管理有限会社	2006/4	コロニアル・ファースト・ステート	46.00%
諾德基金管理有限会社	2006/5	ロード・アベット	49.00%
中欧基金管理有限会社	2006/5	UBI	49.00%
金元比聯基金管理有限会社	2006/11	KBCアセット・マネジメント	49.00%
浦銀安盛基金管理有限会社	2007/7	AXAインベストメント・マネジメント	39.00%
農銀滙理基金管理有限会社	2008/2	クレディ・アグリコル・アセット・マネジメント	33.33%
民生加銀基金管理有限会社	2008/10	カナダ・ロイヤル銀行	30.00%
紐銀梅隆西部基金有限会社	2010/6	BNYメロン・アセット・マネジメント	49.00%
平安大華基金管理有限会社	2010/12	UOBアセット・マネジメント	25.00%
方正富邦基金管理有限会社	2011/7	富邦証券投資信託	33.30%

(注) 申万巴黎基金は2010年9月1日付けでBNPパリバの持ち株 (33.0%) を三菱UFJ信託銀行に売却、申万菱信基金に改名
(出所) 中国証券監督管理委員会資料、各社ホームページおよび報道により大和総研作成

1-2 QFII 制度の導入

09年10月の「適格海外機関投資家 (QFII) 国内証券投資外貨管理規定」による規制緩和

中国証券市場の対外開放を最も深く印象付けたのは、02 年 12 月からの QFII (Qualified Foreign Institutional Investors の略。適格海外機関投資家) 制度であった。これは、批准を受けた外国機関投資家に対して、国内人民元建証券資産への投資を制限つきながら認めるものである。投資対象は、外貨建以外の取引所上場株式 (含む新株発行)、上場債券、証券投資ファンド、上場ワラント、CSRC が認めるその他金融商品である。QFII の準拠法は、06 年 9 月 1 日発効の「適格海外機関投資家 (QFII) 国内証券投資管理方法」である (02 年 12 月 1 日に発効した「適格海外機関投資家国内証券投資管理暫定方法」は失効)。国家外貨管理局が 09 年 10 月 10 日付けで発表した「適格海外機関投資家 (QFII) 国内証券投資外貨管理規定」によると、(1) QFII 一社当たりの投資認可額の累計上限を従来の 8 億米ドルから 10 億米ドルに引き上げる (最低は 5,000 万米ドルで変わらず)、(2) 年金ファンド、保険ファンド、共同ファンド、慈善ファンド、寄付ファンド、政府・通貨当局を QFII とするもの、あるいは QFII が設立したオープンエンド型の中国ファンドについては、投資元本の海外持ち出しまでのロックアップ期間を 3 ヶ月 (従来は 1 年) に短縮する、(3) オープンエンド型中国

QFIIの投資認可額上限は100億米ドル⇒300億米ドルへ拡大

ファンドへの規定を詳細化し、一部規制を緩和する、といった規制緩和が行われた。

QFIIの投資認可額上限は、制度導入当初の40億米ドルから05年9月には100億米ドル、07年12月には300億米ドルへ拡大された。

10年末のQFII投資認可額は197.2億米ドル

CSRCによると、11年7月末時点でQFII資格を取得した海外機関投資家は累計115社を数え、10年末時点で国家外貨管理局がQFIIに付与した投資認可額は97社で197.2億米ドルとなっている。

日本の機関投資家では、日興アセットマネジメント(4.5億米ドル)、野村証券(3.5億米ドル)、三井住友アセットマネジメント(3.5億米ドル)、第一生命保険(2億米ドル)、野村アセットマネジメント(2億米ドル)、大和証券投資信託委託(2億米ドル)、三菱UFJモルガン・スタンレー証券(1億米ドル)、DIAMアセットマネジメント(1億米ドル)、住友信託銀行(0.5億米ドル)、大和証券キャピタル・マーケット(0.5億米ドル)、みずほ証券(0.5億米ドル)の11社がCSRCによってQFII資格を取得。合計21.0億米ドルの投資認可額が、国家外貨管理局により付与されている。

QFIIの大胆な拡大など本格的機関投資家育成の重要性大

10年末のQFII投資認可額197.2億米ドル(約1,306億元)の全てがA株に投資されたとしても、10年末の上海・深圳A株流通時価総額19兆917億元の0.7%を占めるにすぎない計算となる。長期投資やファンダメンタルズに基づく投資手法の伝播などQFIIの導入効果を期待するのであれば、現在の上限300億米ドルまでの投資額の早急な認定と、さらなる投資枠拡大は不可欠である。QFIIの大胆な拡大をはじめ、長期投資を行う本格的な機関投資家の育成の重要性は益々高まっている。

QFII一覧

社名	証券監督管理委員会認可日	総額(億ドル)
UBS	2003/05/23	8.00
ノルウェイ中央銀行	2006/10/24	7.00
シティグループ・グローバル・マーケット	2003/06/05	5.50
クレディ・スイス(香港)	2003/10/24	5.00
フォルティス・バンク	2004/09/29	5.00
ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・インターナショナル	2005/05/09	5.00
日興アセット・マネジメント	2003/12/11	4.50
モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント	2006/07/07	4.50
モルガン・スタンレー・インターナショナル	2003/06/05	4.00
ドイツ銀行	2003/07/30	4.00
HSBC	2003/08/04	4.00
INGバンク	2003/09/10	4.00
パークレイズ・バンク	2004/09/15	4.00
野村証券	2003/05/23	3.50
GEアセット・マネジメント	2006/08/05	3.50
HSBCインベストメンツ(香港)	2006/09/05	3.50
三井住友アセット・マネジメント	2006/09/25	3.50
ゴールドマン・サックス	2003/07/04	3.00
メリルリンチ・インターナショナル	2004/04/30	3.00
ビル&メリンダ・ゲイツ基金	2004/07/19	3.00
GIC(シンガポール政府投資会社)	2005/10/25	3.00
テマセク	2005/11/15	3.00
AMPキャピタル・インベスターズ	2006/04/10	3.00
ブルーデンシャル・アセット・マネジメント(香港)	2006/07/07	3.00
サムスン投資信託運用株式会社	2008/08/25	3.00
JFアセット・マネジメント	2005/12/28	2.75
インベスコ・アセット・マネジメント	2004/08/04	2.50
ミラエ・アセット・インベストメント・マネジメント	2008/07/25	2.50

QFII一覧(続き)

社名	証券監督 管理委員会 認可日	総額 (億ドル)
リーマン・ブラザーズ・インターナショナル(ヨーロッパ)	2004/07/06	2.00
BNPパリバ	2004/09/29	2.00
第一生命保険相互会社	2005/12/28	2.00
シュローダー・インベストメント・マネジメント	2006/08/29	2.00
UBSグローバル・アセット・マネジメント(シンガポール)	2006/09/25	2.00
ケベック州投資信託銀行	2008/08/22	2.00
ハーバード大学	2008/08/22	2.00
大和証券投資信託委託株式会社	2008/09/11	2.00
クレディ・スイス	2008/10/14	2.00
アブダビ投資庁	2008/12/03	2.00
DWSインベストメント・エス・エー	2009/02/24	2.00
バンク・ネガラ・マレーシア	2009/05/19	2.00
テンブルトン投資顧問有限会社	2009/06/05	2.00
ベアリング・アセット・マネジメント	2009/08/06	2.00
アシュモア・インベストメント・マネジメント	2009/09/14	2.00
マニュライフ・アセット・マネジメント(香港)	2009/11/20	2.00
野村アセット・マネジメント	2009/11/23	2.00
アバディーンアセット・マネジメント・アジア	2010/07/06	2.00
ABNアムロ・バンク	2004/09/02	1.75
JPモルガン・チェース・バンク	2003/09/30	1.50
ノバ・スコシア	2006/04/10	1.50
エール大学	2006/04/14	1.50
ロベコ・インスティテューショナル・アセット・マネジメント	2008/05/05	1.50
プラチナ・インベスト・カンパニー	2008/06/02	1.50
KBCアセット・マネジメント	2008/06/02	1.50
ACE INA インターナショナルホールディングス	2008/08/05	1.50
華僑銀行	2008/08/28	1.50
アライアンス・バーンスタイン	2008/08/28	1.50
BNYメロン・アセット・マネジメント	2009/11/06	1.50
OFIアセット・マネジメント	2010/05/21	1.50
フィデリティ・インベストメント・マネジメント(香港)	2010/09/01	1.50
マーティン・カリー・インベストメント・マネジメント	2005/10/25	1.20
ファースト・ステート・インベストメント・マネジメント	2008/09/11	1.20
Tロウ・プライス・インターナショナル	2008/09/12	1.10
恒生(ハンセン)銀行	2004/05/10	1.00
DBSバンク	2006/02/13	1.00
KBCフィナンシャル・プロダクツ(英国)	2006/04/10	1.00
LCF	2006/04/10	1.00
スタンフォード大学	2006/08/05	1.00
ピクテ・アセット・マネジメント	2006/10/25	1.00
コロンビア大学	2008/03/12	1.00
シェル・アセット・マネジメント	2008/09/12	1.00
アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ルクセンブルク・エス・エイ	2008/12/16	1.00
キャピタル・インターナショナル	2008/12/18	1.00
三菱UFJモルガン・スタンレー証券	2008/12/29	1.00
韓国産業銀行	2009/04/23	1.00
BEAユニオン投資管理有限会社	2009/06/18	1.00
韓国投資信託運用株式会社	2009/07/21	1.00
東洋投資信託運用株式会社	2009/12/11	1.00
カナダ・ロイヤル銀行	2009/12/23	1.00
アイビー・アセット・マネジメント	2010/02/08	1.00
DIAMアセット・マネジメント	2010/04/20	1.00
スタンダード・チャータード銀行(香港)	2003/12/11	0.75
ドレスナー・バンク	2004/09/27	0.75
CALYON S. A.	2004/10/15	0.75
ブルーデンシャル・アセット・マネジメント	2008/04/07	0.75
ハンファ投資信託管理株式会社	2009/02/05	0.70

QFII 一覧 (続き)

社 名	証券監督 管理委員会 認可日	総額 (億ドル)
大和証券キャピタル・マーケット	2004/05/10	0.50
ソシエテ・ジェネラル	2004/09/02	0.50
パワー・コーポレーション・オブ・カナダ	2004/10/15	0.50
AIGグローバル・インベストメント	2005/11/14	0.50
ユナイテッド・オーバーシーズ・バンク	2006/08/05	0.50
みずほ証券	2006/09/05	0.50
ステートストリート・グローバル・アドバイザーズ・アジア	2008/05/16	0.50
ユナイテッド・オーバーシーズ・アセット・マネジメント	2008/11/28	0.50
新興市場管理有限会社	2009/02/10	0.50
韓国ウリィ銀行	2009/05/04	0.50
ロイド・ジョージ投資管理(香港)有限会社	2009/05/27	0.50
住友信託銀行	2009/06/26	0.50
アビバ・インベスターズ・グローバル・サービスズ	2009/12/28	—
KBアセット・マネジメント	2010/08/09	—
レグ・メイソン・インベストメンツ(ヨーロッパ)	2010/10/08	—
香港金融管理局	2010/10/27	—
富邦証券投資信託株式会社	2010/10/29	—
群益証券投資信託株式会社	2010/10/29	—
BMOインベストメンツ	2010/12/06	—
バンク・ジュリアス・ベア	2010/12/14	—
KTBAセット・マネジメント	2010/12/28	—
リクソー・アセット・マネジメント	2011/02/16	—
ボラリス・インターナショナル・セキュリティーズ・インベストメント	2011/03/04	—
アシキュラチオニ・ゼネラリ・エス・ピー・エイ	2011/03/18	—
バンコ・ビルバオ・ビスカヤ・アルヘンタリア	2011/05/06	—
国泰証券投資信託株式会社	2011/06/09	—
復華証券投資信託株式会社	2011/06/09	—
コム・ジェスト・エス・エー	2011/06/24	—
アムンディ・ホンコン・リミテッド(香港)	2011/07/14	—
ブラックロック・インスティテューショナル・トラスト	2011/07/14	—
投資認可額合計		197.20

(注)社名リストは2011年7月末時点、投資認可額は2010年末時点
(出所)中国証券監督管理委員会資料より大和総研作成

RQFII 導入に向けた動き

域外保有の元による
中国国内証券投資

RQFII (Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors の略。人民元適格海外機関投資家)とは、中国域外で保有されている元を中国の証券市場に投資する制度であり、近々、そのテストが始まる見通しとなっている。QFII が域外から持ち込まれた外貨を元に両替して中国の証券市場に投資するのに対して、RQFII は中国域外で保有されている元をそのまま中国の証券市場に投資する点異なる。元での貿易決済範囲の拡大などによって、域外で保有される元は急増しており、その運用手段の一つを提供することが目的である。テストケースの初期段階では香港からの RQFII が想定されている。

当初の総額は200億元

中国人民銀行によると、①テストケース初期段階の RQFII の総額は 200 億元とし、80%を中国の債券市場に投資する、②中国の基金管理会社・投信委託会社・証券会社の香港子会社が投資主体となる、ことが検討されている。

1-3 QDII 制度の導入

QDIIの投資認可額は
11年7月末で683.6億
米ドル

QDII (Qualified Domestic Institutional Investors=適格国内機関投資家) とは、承認を受けた国内機関投資家に対して、海外証券資産への投資を制限つきながら認めるものであり、外国機関投資家に国内証券資産への投資を認める QFII とは、対をなす概念である。11年7月末時点の各QDIIの投資認可額は、証券業経営機関406億米ドル、商業銀行82.6億米ドル、信託銀行6億米ドル、保険189.0億米ドルの計683.6億米ドルに達する。この金額は、より早期にスタートしたQFIIの投資認可額197.2億米ドル(10年末時点)を大きく上回る。

中国のQDIIは、銀行(商業銀行、信託銀行)、保険会社、証券業経営機関の三本柱で構成されるが、それぞれ監督官庁と準拠法が異なるなど、独自のスキームが形成されている。以下では海外株式投資に的を絞って説明する。

最大のQDIIは証券業
経営機関

まず、証券業経営機関のQDII投資認可額は11年7月末で406億米ドルである。証券会社9社、ファンド会社32社がQDIIの投資認可を受け、証券会社1本、ファンド会社34本のファンドが販売・募集完了となっている。準拠法は、CSRCが07年6月に発表した「適格域内機関投資家による海外証券投資管理試行方法」(以下、QDII管理試行方法)と関連通知である(発効は07年7月5日)。投資対象は、株式を含む様々な海外資産への投資が可能となっていることが特徴である。投資地域としては、香港が中心であるが、日本と中国の証券当局は証券監督協力の覚書を交わしており、日本株などへの投資も可能である。

株価下落でQDII商品
は人気低下、投資認可
額の付与も一時スト
ップ

証券業経営機関のQDII商品に対する投資家の反応は、07年末を境に様変わりした。07年末までに、華夏、南方、嘉実、上投モルガンの4本、合計160億米ドルのファンドが運用を開始したが、そのすべてが募集初日に完売し、ほぼ瞬間蒸発の状態と伝えられるなど、人気は沸騰した一方、08年1月以降募集を開始したQDII商品は、世界的な株価下落が嫌気されて、人気離散が続いた。国家外貨管理局による投資認可額の付与も08年5月22日付けの交銀シュローダー基金を最後に、09年10月の認可再開まで一時的にストップしていた。

09年10月に認可再開

国家外貨管理局が09年10月10日に発表した「ファンド会社・証券会社による海外証券投資の外貨管理に関わる通知」を契機に、投資認可額の付与が再開し、その後11年7月末までに、ファンド会社19社の131億米ドル、証券4社の8億米ドル、合計139億米ドルの投資認可額が国家外貨管理局によって付与されている。

商業銀行のQDIIは既
成緩和により運用資
産の50%を上限に海
外株式投資が可能に

次に、商業銀行でQDII資格を取得したのは25行、投資認可額は82.6億米ドル(11年7月末)となっている。従来、商業銀行のQDIIは、基本的に債券など固定収益金融商品への投資しか認められず、かつ、持続的な元高の影響で低い運用成績を余儀なくされ、人気離散の状況が続いていた。こうしたなか、中国銀行業監督管理委員会(CBRC)は、07年5月に「商業銀行の顧客向け海外資金運用業務における投資範囲の調整に関する通知」を発表し、商業銀行のQDIIに、海外株式をその投資対象として認めるとした。条件は、以下の6点である。

(1) 海外の証券取引所上場株式であること、(2) 株式投資金額は、個別運用資産の50%以下、単一株式への投資金額は同5%以下とすること、(3) 一顧客への販売額は30万元(もしくは相当する外貨)以上とすること、(4) 顧客がしかるべき株式投資経験を有していること、(5) 海外の資産管理会社は、CBRCとの間でQDII業務監督管理協力に関する合意覚書を交わした海外当局・機関の認可を受けた機関でなければならない、(6) 商業銀行は、CBRCとの間でQDII業務監督管理協力に関する合意覚書を交わした海外当局・機関が、監督管理する株式市場において、株式投資を行わな

ればならない。

上記(3)の一顧客への販売額下限は、当初 30 万元（もしくは相当する外貨）以上とされていたが、このハードルは 10 万元以上→5 万元以上（07 年 10 月以降）に引き下げられている。

商業銀行QDIIは香港、英国、日本、米国などの株式投資が可能

また、当初、商業銀行 QDII の海外株式投資の対象は、香港市場の上場銘柄に限定されていた。これは、上記(6)の合意覚書を交わしたのは香港(07 年 4 月 10 日)のみであったためであるが、その後、CBRC は英国(07 年 10 月 26 日)、シンガポール(08 年 1 月 22 日)、日本(08 年 2 月 22 日)、米国(08 年 3 月 24 日)、オーストラリア(08 年 6 月 10 日)、韓国(08 年 6 月 13 日)、ルクセンブルク(08 年 9 月 23 日)、ドイツ(09 年 1 月 7 日)、カナダ、マレーシア(10 年 6 月 24 日)の金融監督機関とそれぞれ QDII 業務監督管理協力に関する合意覚書を交わしている。これにより、銀行 QDII は香港、英国、シンガポール、日本、米国、オーストラリア、韓国、ルクセンブルク、ドイツ、カナダ、マレーシアの各国・地域の株式市場および金融当局が認める公募ファンドへの投資が可能になった。

最後に、保険会社について、大和総研の集計では 11 年 7 月末までに 28 社が QDII 資格を取得し、投資認可額は 189.0 億米ドルとなっている。

保険QDIIは前年末資産の15%までの海外投資が可能

保険会社の QDII 準拠法は、中国保険監督管理委員会(CIRC)、中国人民銀行、国家外貨管理局が、07 年 7 月に発表した「保険資金の海外投資管理暫定方法」である。同管理方法は、①海外運用総額(投資元本基準)は、前年末の総資産の 15%を超えてはならず、これを上限に、CIRC が具体的な比率を承認する、②保険資金は、全世界の成熟した資本市場で運用しなければならず、運用対象は海外株式を含む(ただし、デリバティブ商品は、リスク回避目的に限って可)、などと規定している。CIRC によれば、10 年末の保険会社の総資産額は 5 兆 482 億元(約 62.2 兆円)であり、その 15%の約 7,572 億元(約 9.3 兆円)が、最大の海外運用可能額となる。運用先については、全世界の成熟した資本市場とされ、具体的な言及はないが、従来の保険会社が保有する外貨資金の海外運用では、米ドル、ユーロ、日本円、英ポンド、カナダドル、スイスフラン、豪ドル、シンガポールドル、香港ドルが投資可能通貨であったことから、少なくともこれらを法定通貨として持つ国・地域への投資は想定されよう。

上記のような QDII の拡大は、海外市場、特に香港市場への資金流入要因となる。個別銘柄では、中国人になじみが深い H 株やレッド・チップスへの投資選好が強まろう。この他、中国の投資家に新たな投資対象を提供する点でも評価される。

1-4 QDII による台湾株投資が解禁へ

中台MOUの締結

09 年 11 月 16 日に、中国側の中国銀行業監督管理委員会、中国証券監督管理委員会、中国保険監督管理委員会と、台湾側の金融監督管理委員会との間で、それぞれの分野の監督管理協力に関する覚書(MOU、10 年 1 月 16 日発効)が締結された。

今回、台湾向け証券投資が解禁されるのは、証券業経営機関による QDII である。09 年 5 月 4 日発効の台湾側による「大陸地区(=中国)の投資家が台湾で証券投資・先物取引に従事する際の管理方法」では、CSRC が承認する QDII が、台湾の取引所や店頭市場で取引されている株式、債券、銀行預金などに投資することを認めるとしている(ただし、デリバティブ商品への投資は禁止)。さらに、台湾金融監督管理委員会は、10 年 12 月 22 日付けで、QDII が台湾預託証券(TDR)、台湾の取引所や店頭市場で取引されている外国株に投資することを認めると発表した。

投資制限

中国の QDII による台湾株投資は当初は極めて限定的となる可能性が高い。主因は台湾による投資制限が多いことである。具体的には、(1) 中国の QDII による台湾証券投資は、総額 5 億米ドルを上限とし、1 社当たりの投資上限は 1 億米ドル (10 年 12 月 22 日付けで従来の 8,000 万米ドルから引き上げ) とする、(2) 通信、不動産開発、放送・テレビ、民間航空輸送、航空貨物輸送サービスについては、投資禁止産業とする、(3) 海運サービス業への QDII の投資上限は 8%未満、公共天然ガスと台湾経済部による直接投資事業は 10%未満、金融は単独で 5%、合計で 10%未満とする、(4) 上記の投資禁止・制限以外の銘柄については、QDII の持株比率が 10%以上となる場合、台湾の監督管理部門の承認が必要である、といった制限が実施される。これらは中国資本による台湾企業の経営権取得を回避するためのものである。

こうしたなか、台湾投資の中核となりうるのが、ETF である。ETF には議決権は付与されないので、経営権の問題は発生しない。このため、ETF は投資総額の縛りは受けるが、その他の投資禁止・制限条件は適用外となる。

中国から台湾への資金流入は限定的

中国の QDII による台湾への投資上限は、合計 5 億米ドルであり、これは 11 年 7 月末の台湾の時価総額 8,594 億米ドル (取引所+店頭市場) の 0.06%を占めるにすぎない計算である。当面は中国から台湾への資金流入は極めて限定的なものにとどまろう。ただし、台湾当局は、今回の中国の証券業経営機関の QDII を開放第一弾と位置付け、今後は商業銀行の QDII への投資認可、投資上限の引き上げなどを検討するとしている。今後の規制緩和の動きが注目されよう。

1-5 「直通列車」は発車されないまま廃線

直通列車は実現に至らず

国家外貨管理局は 07 年 8 月 20 日付けで個人による香港への証券投資 (いわゆる「直通列車」) をテストケースとして解禁する旨を発表したが、その根拠となる通知は 09 年 12 月 18 日付けで失効した。

「直通列車」の骨子は、①中国の個人は、保有する外貨もしくは人民元で外貨を購入して、海外証券投資を直接行うことができる。投資規模は「個人外貨管理方法実施細則」が規定する外貨の購入制限を受けない、②テストの初期において、個人投資家は香港証券取引所の上場証券に投資をすることができる、というものであった。実施されれば、香港市場への大きな資金流入要因となり得る点で、大いに注目を浴びたのだが、この直通列車は発車されないまま廃線となってしまった。

個人による香港証券投資については、外貨の購入制限を受けずに、香港株を直接売買できるなど、大胆な規制緩和内容を含んでいたが、このことが逆に、外貨管理の困難さや個人に帰するリスクの大きさ (QDII はファンド形式によるリスク分散)、他の QDII の相対的な魅力低下 (特に、銀行 QDII の域外株式投資金額は個別運用資産の 50%以下に制限) などの問題を炙り出し、当局が実施をためらう要因となっていた。

1-6 外貨準備運用機関 CIC の動向

外貨準備運用会社「中国投資有限責任会社」 (China Investment Corporation=CIC) は 07 年 9 月 29 日に設立された。海外資産への投資を行うという点では、外貨準備運用機関である CIC も広義の QDII といえるだろう。

海外市場運用資金は 1,000 億米ドル以上

CIC の運用資金 2,000 億米ドルを調達するための特別国債は、都合 8 回、計 1 兆 5,520 億元発行された。投資資産配分について、①1/3 を政府投資会社である中央匯金投資有

限責任会社の買収に充てる、②1/3 を中国農業銀行、国家開発銀行、光大銀行などに資本注入する、③残りの 1/3 を海外市場で運用する、方針が発表された。ただし、国有銀行への出資額が当初想定を下回ったことなどを背景に、海外市場での運用可能資金は 1,000 億米ドル以上となっている。海外市場での運用分については、基本的には外部委託に付される。

CIC の運用報告書によると、10 年の海外新規投資額は 357 億米ドルであった（07 年 9 月の設立から 08 年末までは 210 億米ドル、09 年は 580 億米ドル）。10 年末の海外ポートフォリオ残高の内訳は、株式 48%（09 年は 36%）、固定収益型金融商品 27%（09 年 26%）、その他 21%（09 年 6%）、現金および関連商品（預金、MMF、短期手形）は 4%（09 年 32%）。現金および関連商品のウエイトが年初の 32%から年末には 4%にまで低下した一方、プライベート・エクイティ・ファンド、不動産（特に不動産投資信託）、インフラ投資などの比率が高まったのが特徴である。投資先を地域別にみると、北米 41.9%、アジア太平洋地域 29.8%、欧州 21.7%、南米 5.4%、アフリカ 1.2%となっている。

10年の海外投資部門
の投資収益率は
11.7%

10 年の海外ポートフォリオの投資収益率は 11.7%と前年並みとなったが、純利益は前年比 23.8%増の 515.6 億米ドル（09 年は 80.1%増の 416.6 億米ドル）を記録した。ちなみに、CIC の国内金融機関への出資分などを含む自己資本利益率は 13.7%（09 年は 12.9%）となっている。国内の主な収入源は上場会社からの配当収入などである。

中国投資有限責任会社（CIC）の投資案件

日付	投資案件	国家・地域	業種	投資金額
2007/05	ブラックストーングループ	米国	プライベートエクイティファンド	30億米ドル
2007/11	中国中鉄（IPO、H株）	中国	建設業	1億米ドル
2007/11/30	光大銀行	中国	金融機関	200億元（約27億米ドル）
2007/12/19	モルガン・スタンレー	米国	金融機関	56億米ドル
2007/12/31	国家開発銀行	中国	金融機関	200億米ドル
2008/03/24	ビザ（IPO）	米国	クレジットカード	2億米ドル
2008/06/02	モルガン・スタンレー	米国	金融機関	12億米ドル（追加投資）
2009/06/16	マッコリー・ゲッドマン・グループ	オーストラリア	不動産	1.61億米ドル
2009/07/03	テック・リソース	カナダ	資源大手	15億米ドル
2009/09/30	カズムナイガス・エクスプロレーション・プロダクション	カザフスタン	石油	9.39億米ドル
2009/10/15	ノーベルオイルグループ	ロシア	石油	3億米ドル
2009/10/26	サウス・ゴビ・エナジー・リソース	カナダ	石炭探掘	5億米ドル
2009/11/05	ブミ・リソース	インドネシア	石炭探掘	19億米ドル
2009/11/05	ノーブルグループ	香港	商品取引	8.58億米ドル
2009/11/06	エー・イー・エス・コーポレーション	米国	電力	15.8億米ドル
2009/11/19	GCLポリマー・エナジー・ホールディングス（保利協鑫能源）	香港	太陽光発電部品	55億香港ドル（約8億米ドル）
2010/04	ロクスタン（IPO）	フランス	化粧品製造・販売	5,000万米ドル
2010/05/13	ベン・ウェスト・エナジー・トラスト	カナダ	エネルギー投信	8.17億カナダドル（約8億米ドル）、同社が発行する4.35億カナダドル（約4.3億米ドル）の投資信託を購入
2010/06	チェサピーク・エナジー	米国	石油	2億米ドル
2010/12	BTGバクチュアル	ブラジル	金融機関	3億米ドル
2010/12	ブキット・マクムール・マンディリ・ウタマ（BUMA）	インドネシア	石炭探掘請負	7,300万米ドル
2011/04/19	中芯国際（H株）	中国	集積回路	2.5億米ドル
2011/08/10	GDFスエズ	フランス	天然ガス	31.5億米ドル

（出所）CIC資料などより大和総研作成

1-7 株式市場（発行市場）の対外開放

上海国際金融センター 一構想

国務院は 09 年 4 月 29 日付で、上海国際金融センターの建設推進に関する意見を公表した。同意見では、2020 年には、中国経済の実力と人民元の国際的な地位に相応しい上海国際金融センターが基本的に形成されるとしている。これを受けた上海市の実施意見（09 年 5 月 11 日付け）では、QFII 投資規模の拡大、上海先物市場での QFII 制度の構築、国際板（国際ボード）の創設に伴う外国企業の A 株上場のテストを行うとしている。

中国政府は外資導入政策や資本市場の活性化などの観点から、国際ボードの開設に向け、外国企業と外資系企業による A 株上場を支援する姿勢である。まずは香港上場の中国系企業であるレッド・チップス企業の国内上場（CDR＝中国預託証券）が優先され、その後、外国企業の A 株上場に対象が広がると目されている。

1-8 「全株流通」改革

全株流通改革の背景と進展状況

従来、非流通株式は全体の2/3

05 年末時点の中国の上場会社の株主構成をみると、国家株や発起法人株など「非流通株」の比率が、全体の 2/3 を占め、実際に市場で流通する「流通株」は 1/3 にすぎなかった（ちなみに 11 年 7 月末時点の流通株比率は 74.8%へ上昇している）。そもそも株式市場開設の当初の目的は、国有企業改革のサポートであり、国家株などが過半を占め、非流通とされた背景には、中国独特の考え方がある。即ち、株式会社化されても資産は国有であり、社会主義堅持の観点から、国家が上場会社の支配株主となることが求められた。国有資産流出を防ぐ目的から、国家株などは非流通とされたのである。

様々な問題点

しかし、このことは、株式市場に様々な問題をもたらした。上場会社の「株主を重視した経営」とは、非流通株株主（支配株主）のための経営であり、実際に市場で株式を売買・保有する流通株株主（投資家）との間には、大きな利益対立が生じやすい構図となっていた。非流通株株主、特に上場会社の母体となる企業集団にしてみれば、集団の優良資産を切り離して設立した上場会社が、集団に対して様々な貢献をするのは当然との考え方がある。このため、非流通株株主による上場会社の資産や資金の占用、上場会社に不利益をもたらす取引、例えば、上場会社が借り入れた資金を非流通株株主が使用したり、非流通株株主のために実在しない取引の商業引受手形や伝票を発行したりすることなどが横行し、これが、上場会社の業績悪化の直接的な原因となるケースも少なくなかった。

非流通株を流通株に転換後、支配株主の持株比率の段階的低下を意図

上場会社の利益が犠牲にされる問題、さらにいえば、経営の独立性の問題の根本にあるのは、支配株主との資本関係そのものであり、本来的にはそこにメスが入る必要があった。それを意識したのが、「全株流通」改革である。全株流通改革とは、発行済株式数の 2/3 を占めていた非流通株を流通株に転換する改革であり、支配株主の持株比率の段階的な低下が意図されている。

05 年 4 月 29 日、CSRC は「上場会社の流通株・非流通株問題の改革テストに関する通知」を発表し、これによって、全株流通改革がスタートを切った。その骨子は以下の通りである。①CSRC は、上場会社株主の改革の意向と推薦機関の推薦に基づき、テストを行う上場会社を確定する。テスト会社の株主は流通株・非流通株問題の解決方法を自主的に決定する。②当該上場会社は、臨時株主総会を開催し、流通株・非流通株問題の解決方法について、議決を行う。通過には、議決に参加した株主の 2/3 以上、かつ議決に参加した流通株株主の 2/3 以上の賛成が必要である。③当該上場会社の非流通株主は、非流通株式が流通可能となった日から起算して 1 年間は市場での取引や譲渡を行ってはならない。持株数が総株式数の 5%以上の非流通株株主は、この期間が経過した後、1 年以内は総株式数の 5%、2 年以内は同 10%を超えて売却してはならない。

ごく一部を除き、全株流通改革は終了

05 年 5 月 8 日に、テストケースとなる 4 社、同年 6 月 19 日には、42 社が発表された。これを総括した上で、05 年 9 月 4 日には、「上場会社の全株流通改革管理方法」

が発表され、全株流通改革は本格化した。その後の進展は急ピッチであり、全株流通改革は06年末までにほぼ終了した。全株流通改革が完了していないA株上場会社は、S株と呼ばれ、銘柄略称の前にSが表示される。11年7月末現在、取引中のS株は上海A株で6銘柄、深圳A株で8銘柄の合計14銘柄となり、全A株上場2,227銘柄の0.6%を占めるにとどまる（99.4%は全株流通改革が終了）。

上海・深圳両証券取引所は07年1月8日より、全株流通改革が完了していないA株上場会社の1日当たりの株価変動を前日比±5%に制限することを決定した（通常の値幅制限は前日比±10%）。これは、「制度的欠陥のある全株流通改革未完了会社のリスク」を投資家に広く知らしめることが目的とされる。±5%という値幅制限は、特別処理指定銘柄と同一であり、今後の情報開示義務もより厳格化される。

9割が非流通株株主から流通株株主への株式無償分配を選択

非流通株を流通株に転換する全株流通改革は、将来的な需給悪化要因となるため、流通株株主には、株式需給悪化への対価が支払われた。対価の支払方法としては、非流通株株主から流通株株主への株式の無償分配を選択する上場会社が9割程度と圧倒的に多い。複数の対価の組み合わせを行う上場会社のうち、株式の無償分配が含まれる上場会社を併せれば、この比率は95%以上に達する。株式の無償分配の際は、ごく一部の例外を除き、非流通株株主から流通株株主に株式が移転するだけなので、発行済株式数は変わらない。この他、現金の分配、ワラントの付与、資産リストラ（非流通株株主から上場会社への資金・優良資産の注入）、非流通株式の株式併合（株数減少）を選択するところもあった。

全株流通改革による需給悪化について

ロックアップ期間終了後の需給悪化懸念

既述のように、05年5月に始まった全株流通改革とは、当時、発行済株式数の2/3を占めていた非流通株を流通株に転換する改革であり、支配株主等の持株比率の段階的な低下が意図されていた。全株流通改革終了後、従来の「非流通株」は、「売却制限のある流通株」と呼ばれるようになり、株式需給の悪化を回避するために、当局は①上場会社の旧非流通株株主は、非流通株式が流通可能となった日から起算して1年間（延長可能）は市場での取引や譲渡を行ってはならない、②持株比率5%以上の旧非流通株株主は、この期間が経過した後、1年以内は総株式数の5%、2年以内は同10%を超えて売却してはならない、といったロックアップ期間と売却制限を設けた。全株流通改革終了後3年が経過すれば、順次全株の売却が制度的には解禁されるため、それが需給悪化懸念をもたらしたのである。

この売却制限の解除（＝売却解禁）は、シノペックの570.9億株（累計解禁株全体の18.0%を占める）の売却解禁で、09年10月にピークを迎えた。中国証券登記決済有限責任会社の当時のデータによると、全株流通改革に伴い発生した売却制限付株式数は累計で4,763.7億株であり、09年10月末時点ではおおよそ2/3にあたる3,166.1億株の売却が解禁済みとなっていた。

国有株主による株式売却には厳しい制限

しかし、売却解禁＝市場での実際の売却ではなく、売却が解禁されても大多数は支配株主等によってそのまま保有されている。特に、07年7月1日に発効した「国有株主による保有上場会社株式の譲渡に関する管理暫定方法」では、市場での自由な売却が可能なのは、（1）発行済株式数が10億株以下の上場会社は、連続する3会計年度内の国有支配株主による累計譲渡株数が、発行済株式数の5%未満、発行済株式数が10億株を超える場合は、同様に5,000万株未満、もしくは発行済株式数の3%未満で

一ヵ月以内に1%以上の売却の場合、大口取引を義務付け

ある、(2) 国有支配株主による株式譲渡が上場会社の支配権の移転につながらない、場合に限定され、国有企業の支配株主等には、市場での自由な売却は認められていない。さらに、CSRCは08年4月20日に「上場会社の売却制限解除後の保有株譲渡に関する指導意見」を発表した。その内容は、①全株流通改革や株式新規公開時に設けられた株式売却禁止期間の終了後、その株主が1ヵ月以内に当該株式の発行済株式数の1%以上を公開売却する場合、証券取引所の大口径取引にて譲渡しなければならない、②上場会社の支配株主は、当該上場会社が年度報告、中間報告を公告する30日以内は、譲渡を行ってはならない、などである。

売却制限の有効性

結果として、11年7月末時点で、これまでに市場で実際に売却された株式数は累計507.4億株と、累計解禁株数4,100.8億株の12.4%を占めるに過ぎない。大型国有企業のウエイトが高い上海の同比率は10.7%であり、うち持株比率5%以上の株主による売却は5.1%にとどまっている。上記売却制限の有効性が確認できよう。ちなみに、08年6月以降の株式売却圧力を「当月に実際に売却された株数÷市場の株式売買高」として計算してみると、0.5%未満にとどまっており、市場の懸念はあくまで「懸念」であったことが読み取れる。

全株流通改革に伴う売却制限付株式の制限解除状況、市場売却状況（2011年7月）

	単位	上海市場			深圳市場			合計		
		持株数≥5%	<5%	合計	持株数≥5%	<5%	合計	持株数≥5%	<5%	合計
全株流通改革で発生した売却制限付株式数(累計)	億株	3,042.2	549.1	3,591.3	1,021.8	259.3	1,281.2	4,064.1	808.4	4,872.5
うち売却制限解除前の株式数	億株	401.9	49.9	451.7	238.3	70.0	308.3	640.2	119.8	760.0
同比率	%	13.2	9.1	12.6	23.3	27.0	24.1	15.8	14.8	15.6
2011年7月の売却解禁株数	億株	22.5	0.5	23.3	8.0	2.8	10.8	30.8	3.3	34.1
累計の売却解禁株数	億株	2,628.7	499.2	3,127.9	783.6	189.4	972.9	3,412.3	688.6	4,100.8
累計売却解禁株数/売却制限付株式数	%	86.4	90.9	87.1	76.7	73.0	75.9	84.0	85.2	84.2
2011年7月の市場売却株数	億株	2.5	1.0	3.5	0.7	0.6	1.2	3.2	1.5	4.7
累計の市場売却株数	億株	133.6	200.6	334.2	77.5	95.8	173.3	211.0	296.4	507.4
累計市場売却株数/累計売却解禁株数	%	5.1	40.2	10.7	9.9	50.6	17.8	6.2	43.0	12.4
2011年7月の売買高	億株	1,971.9			1,309.6			3,281.6		
2011年7月の市場売却株数/2011年7月の売買高	%	0.18			0.09			0.14		

(出所) 中国証券登記決済有限責任会社資料、証券取引所月報より大和総研作成

(参考) 大型 IPO のロックアップ期間終了による株式需給悪化について

全株流通改革後の06年5月18日以降の新規上場会社は、全株流通の状態でも IPO が実施されているため、需給悪化要因として懸念されるのは、IPO後のロックアップ期間終了による売却制限の解除である。中国の上場会社では、支配株主・実質的な支配株主は上場日から3年以内、その他発行人は1年以内の株式譲渡は認められていない。

解禁後の売却は限定的

06年以降は、中国工商銀行、チャイナ・ライフ、中国銀行、ペトロチャイナといった大型 IPO が相次いだことから、3年が経過した09年以降の需給悪化懸念が高まっているのである。しかし、ロックアップ期間終了後の売却解禁＝市場での実際の売却ではないことは、全株流通改革の話と全く同じである。既述の「国有株主による保有上場会社株式の譲渡に関する管理暫定方法」により、大型国有企業の株式は市場ではほとんど売却されない。既に実施済みの IPO についていえば、ロックアップ期間終了による売却解禁ピークは、やはり09年10月であった。

このように、全株流通改革や IPO 後のロックアップ期間が終了し、支配株主等による株式売却が解禁されても、特に大型国有企業株式の実際の売却は極めて限定的であり、需給悪化はあくまで「懸念」に過ぎないのである。

1-9 信用取引テストと本格実施への移行プロセス

信用取引はテスト段階

信用取引は10年3月31日より取引のテストが開始、11年7月末現在、大手証券25社に取扱資格が付与されている。

信用取引の取り扱いが可能な証券会社の条件

信用取引の取り扱いが可能な証券会社について、CSRCが06年6月30日付けで発表した「証券会社の信用取引業務のテスト管理方法」では、①3年以上のブローカレッジ業務経験があり、中国証券業協会によって「創新」テスト証券会社に認定されていること、②財務内容が良好で直近2年のリスク管理指標が規定に見合い、直近6ヵ月間の純資産が12億元以上であること、など7項目を満たす証券会社で、CSRCの認可を受けたものに限られるとしていた。さらに、10年1月22日付けの「証券会社が信用取引業務のテストを展開することに関する指導意見」（CSRC）では、上記7項目に加えて、

(1) 直近6ヵ月の純資本が50億元以上であること、(2) 直近の証券会社評定でAランクを得ていること、(3) 信用取引に必要な自己資金と自己保有証券を有していること、(4) 信用取引のための取引決済システムが完成していること、などの7項目が新たな条件として追加された。(2)の証券会社評定とは、証券会社の経営・財務状況、リスク度合い、違法行為の有無・程度、発展の潜在力などに基づき、CSRCが証券会社に与える評定のこと、リスクの低い順にA～Eランクに分類されている。10年はAランクが35社、Bランクが49社、Cランクが14社で、リスクが高いとされるDランクとEランクはゼロであった。

本格実施への移行プロセスが始まる

信用取引はテスト段階から本格実施への移行プロセスが始まっている。11年8月19日付けの「証券会社の信用取引業務のテスト管理方法の改定に関する決定」（CSRC）では、「証券会社の信用取引業務の管理方法」の意見聴取版を発表した。信用取引の取り扱いが可能な証券会社について、①3年以上のブローカレッジ業務経験があること（「創新」テスト証券会社に認定されている必要はない）、②財務内容が良好で直近2年のリスク管理指標が規定に見合い、信用取引業務追加後の登録資本金と純資本が規定に見合うこと（証券引受業務、証券自己売買業務、資産管理業務の資格を有する証券会社の登録資本金は5億元を下回ってはならない、業務資格を有さない証券会社の登録資本金は1億元を下回ってはならない）、などが求められている。なお、直近6ヵ月間の純資産が12億元以上との要件は求められない。さらに、「管理方法」の正式施行後は、10年1月22日付けの「証券会社が信用取引業務のテストを展開することに関する指導意見」は廃止される。

証券金融会社の設立

また、信用取引のテスト段階では、取引に必要な資金と証券は、証券会社が保有する資金・証券に限定されていたが、将来的には、証券金融会社が証券会社に資金や証券を貸し付けることで、信用取引を円滑に行い、取引の厚みを増すことが目指されている。CSRCが11年8月19日付けで発表した「貸借取引業務監督管理試行方法」（意見聴取版）では、①証券金融会社とは、証券会社が投資家に融通する資金や証券が不足する場合、証券会社に資金・証券を貸し付けることを専門的に行う金融機関であり、国务院の決定、およびCSRCによる審査を経て設立される、②証券金融会社の登録資本金は60億元以上とする、③証券金融会社が貸借取引を行う場合、証券会社と貸借取引業務契約を結び、貸借の金額、貸借取引対象証券の種類・数量、期限、品貸料、委託保険金率などを約定する、④取引期限は6ヵ月を超えない（ただし、期限日に該当証券が取引停止となっている場合は順延）、⑤証券金融会社は証券会社から一定の保証金を受け取る（保証金は証券で充当可、うち貨幣資金は保証金の15%を下回ってはならない）、⑥証券金融会社の資金使用は、証券会社への融資以外、銀行預金、国債、証券投資信託もしくはCSRCが認可した流動性の高い金融商品、不動産（自社用）などに限定される、⑦リスク管理指標が規定に見合わなければならない、ことなどが定め

られている。⑦について、証券金融会社は、(1) 純資本は各項目リスク資本準備金の合計の100%を下回ってはならない、(2) 単一の証券会社への貸借取引残高は証券金融会社の純資本の50%を超えてはならない、(3) 貸付した1種類ごとの証券残高は該当証券の流通時価総額の5%を超えてはならない、(4) 保証金に充当した1種類ごとの証券残高は該当証券の時価総額の10%を超えてはならない、(5) 証券金融会社による他者への債務担保は認められない、(6) 証券金融会社は、毎年の税引利益の10%を一般リスク準備金に充当する、などが求められる。

テスト実施細則では レバレッジは2倍

信用取引の詳細について、06年8月21日に上海・深圳証券取引所が「信用取引テスト実施細則」を発表している。上海証券取引所による実施細則の骨子は、①信用取引は、取引所が指定する信用取引対象証券に限られる制度的信用取引とする、②期限は6ヵ月を超えない、③委託保証金率は50%を下回らない（レバレッジは2倍）、④委託保証金は、現金の他に代用有価証券の差し入れが可能で、上海証券取引所180指数構成銘柄については、掛目は70%未満とするなど証券毎の掛目を規定する、など。

信用取引対象証券は、取引所が認定する上場株式、上場証券投資ファンド、上場債券、その他の上場証券であり、上場株式については、①上場後3ヵ月以上が経過、②流通株式数、もしくは流通時価総額に関する条件、③株主数は4,000人以上、④直近3ヵ月の1日平均の売買代金回転率が取引所総合指数の20%を下回らない（ただし、テスト期間中は不問）などの数値条件、⑤全株流通改革が終了している、⑥特別処理銘柄に指定されていない、などの条件に符合する必要がある。ただし、10年2月12日付けの上海・深圳証券取引所の通知によると、信用取引テストの初期段階における信用取引対象銘柄は、上海証券取引所50指数（50銘柄）と深圳証券取引所成分指数構成銘柄（40銘柄）の合計90銘柄に限定されることに注意が必要である。

上海証券取引所「信用取引テスト実施細則」の骨子

信用取引の種類	制度信用取引（証券取引所が指定する信用取引対象証券を対象に信用取引を行う）
期限	6ヵ月を超えない（ただし、期限日に当該証券が取引停止となっている場合は、順延）
信用取引対象証券	①以下の条件に符合する取引所が認定する上場株式 1. 上場後3ヵ月以上が経過、 2. 信用買いの場合、流通株式数が1億株を下回らないか、流通時価総額が5億元を下回らない、信用売りの場合、流通株式数が2億株を下回らないか、流通時価総額が8億元を下回らない、 3. 株主数が4,000人を下回らない、 4. 直近3ヵ月以内の1日平均の売買回転率が上海総合指数の20%を下回らない（同項目のみテスト期間中は不問）、 同様に、騰落率の平均値が上海総合指数のそれから4%を超えて乖離しない、かつ直近3ヵ月以内の変動幅＝（最高価格と最低価格の差）÷（最高価格と最低価格の平均）×100（%）が、上海総合指数の変動幅の500%以上とならない、 5. 全株流通改革が終了している、 6. 特別処理銘柄に指定されていない、 7. 取引所が定めるその他の条件。 ②取引所が認定する上場証券投資ファンド ③取引所が認定する上場債券 ④取引所が認定するその他の上場証券 ※ただし、2010年2月12日付けの上海証券取引所の通知によると、信用取引テストの初期段階における信用取引対象証券は、上海証券取引所50指数（50銘柄）に限定される
委託保証金率	50%を下回ってはならない。
代用有価証券と掛目	上海証券取引所180指数構成銘柄：70%未満、その他の株式：65%未満 取引所上場のオープンエンド型指数ファンド：90%未満 国債：95%未満 その他の上場証券投資ファンドと債券：80%未満
信用売りに対する規制	価格は最新の取引価格を下回ってはならない。 （当日取引が成立していなければ、前日終値を下回ってはならない）
追証など	担保維持比率が130%を下回る場合、2営業日以内に追証が求められる。 追証後の担保維持比率は150%を下回ってはならない。 担保維持比率が300%超の場合のみ、超過分の現金、代用有価証券を引き出すことが可。 担保維持比率は （現金＋信用証券口座内の証券時価）÷（信用買い金額＋信用売り時価＋利息および費用）×100（%）で計算する。
取引停止など	個別証券の買い残が流通時価総額の25%、売り残が流通株式数の25%に達した場合、取引所は翌日の信用取引を停止することができる。 同様に20%以下となった場合、翌営業日に取引所は信用取引を再開することができる。

（出所）上海証券取引所「信用取引テスト実施細則」（2006年8月21日）、上海証券取引所2010年2月12日付け通知より大和総研作成

ETFの信用取引開始を 検討

ちなみに、CSRCはETF（上場投信）の信用取引開始を検討している。報道によると、信用取引の対象となるETFは、①上場後3ヵ月以上が経過、②直近3ヵ月の1日平均の資産ネットバリュースが10億元を下回らない、③口座開設数は4,000口座を下回らない、などの数値条件が求められる見通しである。

1-10 株価指数先物の導入

株価指数先物取引がスタートしたのは10年4月16日であり、06年9月の中国金融先物取引所（China Financial Futures Exchange＝CFFE）の成立から3年7ヵ月もの準備期間が必要とされた。

取引に参加可能な投 資家の条件

CSRC、CFFE、中国先物協会は、10年2月8日付で、株価指数先物取引に参加可能な投資家に関する条件などをそれぞれ発表した。CFFEの「株価指数先物の投資家適性制度の実施方法（試行）」などによると、株価指数先物取引に参加できる個人投資家は、①口座開設時の保証金口座残高が50万元以上である、②株価指数先物に関する基礎知識を有し、金融先物取引所が作成する試験に合格しなければならない（正答率80%以上）、③06年10月30日から実施されている指数先物模擬取引において累計10営業日以上、累計20取引以上の経験、もしくは商品先物市場において過去3年以内に10取引以上の実績があること、④先物取引業者による総合評価で100点満点（ウエイトは財務状況50、投資経験20、基本状況と信用状況が各15）中70点以上の評価を得ていること、といった条件が求められる。法人投資家の場合は、純資産額100万元以上、保証金口座残高50万元以上という数値要件のほか、財務状況、業務スタッフの質、内部リスク管理などが精査される。

個人投資家にとって、口座開設時の最低保証金残高50万元は09年の1人当たり個人金融資産（3.2万元）の15.6倍に相当する金額であり、大方の個人投資家は取引への参加が認められないことになる。

修正版ではリスク管 理を強化

次に、CFFEが10年2月20日付で発表した「取引規則」や「取引細則」など9つの関連規則・方法（同日発効）は、07年6月27日に発表されたものの修正版である。この間、上海総合株価指数は07年10月16日の史上最高値に向けて高騰した後、08年11月4日のボトムまでの1年余りで株価が72%もの暴落に見舞われるなど、株式市場が極めて不安定だったこともあり、主な修正点は、リスク管理の強化と改善となっていた。具体的には、①最低取引証拠金は取引額の12%（ただし、取引開始後の暫定措置として、当月、翌月限月は取引金額の15%、それに続く3月、6月、9月、12月のうち直近2限月は同18%に引き上げられている）と、前回規定の10%から引き上げられた、②取引をヘッジ取引、裁定取引、スペキュレーション取引の3つに分類し、このうちスペキュレーション取引については、顧客の保有は片道100枚に限定する（前回規定ではすべてに片道600枚の保有制限）、といった修正が行われている。

取引は活況

11年7月末現在、株価指数先物は、上海・深圳300株価指数先物のみが取引されている。取引初日（10年4月16日）の売買金額は605億元と上海・深圳の現物市場の売買金額1,873億元の32.3%を占める活況であった。その後は一段と取引が活発化し、5月7日以降は現物市場の売買金額を上回るなど、過熱ともいえる商いが続いた。

機関投資家の取引参 加

株価指数先物の取引開始時には、個人投資家と一般法人のみが取引に参加していたが、その後機関投資家にも門戸が開かれた。CSRCは、証券投資ファンド・証券会社（発効は10年4月21日）、QFII（発効は11年5月4日）、信託会社（発効は11年7月15日）、それぞれに対して、株価指数先物への投資に関する手引きを発表した。これによると、信託会社には、裁定取引・スペキュレーション取引が認められたが、証券投資ファンド・証券会社、QFIIの取引は基本的にヘッジ目的に限定し、かつ厳格な投資比率を設定するなど、取引の投機化抑制やリスク管理強化に重点が置かれている。

中国金融先物取引所「上海・深圳300株価指数先物取引」の概要

取引対象	上海・深圳300株価指数
取引単位	上海・深圳300株価指数に300元を乗じた額（1枚）
注文方法	成行、指し値（オープニング・オークション時は指し値のみ） 成行の最大注文枚数は1回当たり50枚、指し値は同100枚
呼値の単位	0.2ポイント
限月	当月、翌月、およびそれに続く3、6、9、12月のうちの直近2限月（4限月）
取引時間	9：15～11：30、13：00～15：15 9：10～9：15はオープニング・オークション 最終取引日は15：00まで
価格変動制限	前営業日の決済価格の±10% 3、6、9、12月の限月取引初日は基準価格の±20%、最終取引日は同±20%
保有制限	スペキュレーション取引の場合、保有制限は片道100枚
最低取引証拠金	取引金額の12%
最終取引日（＝決済日）	限月の第3金曜日（当日が法定休日の場合は順延）
決済方法	現金決済

（注）最低取引保証金は暫定措置として、当月、翌月限月は取引金額の15%、それに続く

3月、6月、9月、12月のうち直近2限月は同18%に引き上げられている

（出所）中国金融先物取引所「上海・深圳300株価指数先物取引」より大和総研作成

証券投資ファンドと証券会社による株価指数先物への投資に関する規制

証券投資ファンド

- 株式型ファンドとバランス型ファンドは株価指数先物のヘッジ取引のみが可能
 - ①買いヘッジ総額はファンド資産ネットバリュウの10%以下
 - ②オープンエンド型ファンドは買いヘッジ総額と有価証券時価総額との合計がファンド資産ネットバリュウの95%以下、クローズドエンド型ファンド、オープンエンド型インデックスファンド（除くエンハンスト・インデックス・ファンド）、ETFはファンド資産ネットバリュウの100%以下
 - ③売りヘッジ総額は保有する株式時価総額の20%以下
 - ④株価指数先物取引（除くポジションクローズ）の売買代金は、前取引日のファンド資産ネットバリュウの20%以下
 - ⑤オープンエンド型ファンド（除くETF）は、取引証拠金を除いた後に、ファンド資産ネットバリュウの5%以上に相当する現金、もしくは短期政府債券を保有しなければならない。クローズドエンド型ファンドとETFは、取引証拠金を除いた後に、取引証拠金と同額以上の現金を保有しなければならない
- 元本保証型ファンドは上記規制を受けないが、保有する株価指数先物と有価証券の最大可能損失額は、ファンド資産ネットバリュウから元本を差し引いた部分とする
- 債券型ファンド、マネー・マーケット・ファンドは取引不可

証券会社

- ヘッジ手段を目的とする証券会社の自己売買業務は株価指数先物取引が可能。ヘッジ手段を目的としない場合は、CSRCの事前承認が必要で、別途発表される規則に従う。証券会社の特定目的の資産運用業務は株価指数先物の取引は不可
 - ①取引委託金の全額を証券会社の純資産総額から控除
 - ②保有株式やデリバティブ商品（含む株価指数先物）の合計額は証券会社純資産総額の100%以下
- 一般募集資産運用業務はヘッジ取引のみが可能
 - ①売りヘッジ総額は保有株式時価総額の20%以下、買いヘッジ総額は資産ネットバリュウの10%以下
 - ②取引委託金控除後に、資産ネットバリュウの5%以上に相当する現金、短期政府債券を保有
 - ③資産運用管理報告書に株価指数先物の投資目的、保有状況、損益状況、リスク状況を公開
 - ④資産運用プランを変更し、株価指数先物に投資する場合、最低2ヵ月前に投資戦略、保有比率上限などを顧客に提示し、顧客とカストディアンの同意を得た上で、CSRCの承認を得る
- 私募資産運用業務
 - ①単一顧客もしくは単一資産運用プランが保有する株価指数先物のリスクエクスポージャーは、顧客委託資産のネットバリュウもしくは資産運用プランの資産ネットバリュウの80%以下、かつ取引委託金と同額以上の現金、短期政府債券を保有
 - ②資産運用プランを変更して、株価指数先物に投資する場合、顧客とカストディアンの同意を得た上で、当局に報告する
- 金額限定資産運用業務（募集資金規模10億元以下、募集顧客人数200人以下、単一顧客の資金規模100万元以上）の場合、私募資産運用業務に求められる要求の他、一般募集運用業務の②、③に合致しなければならない

（出所）2010年4月21日発効「証券投資ファンドによる株価指数先物への投資に関する手引き」
「証券会社による株価指数先物への投資に関する手引き」（CSRC）より大和総研作成

QFII と信託会社による株価指数先物への投資に関する規制

QFII

- QFIIは株価指数先物へのヘッジ取引のみが可能
 - ①いかなる取引日の終了時において、QFIIが保有する株価指数先物の総額は投資認可額（外貨管理局の批准により認可された元金払込後の投資資金）を超えてはならない
 - ②いかなる取引日内において、QFIIが売買する株価指数先物の代金総額は投資認可額を超えてはならない（ポジションクローズを除く）
 - ③マーケットの価格変動などの要因により株価指数先物の総額が①の要求に合致しない場合、10取引日内に調整しなければならない
- QFIIの投資認可額は中国金融先物取引所にヘッジ取引を申請する当日のレートで米ドルを人民元に両替することができる（ヘッジ取引の有効期限は中国金融先物取引所の認可後6ヵ月以内）
- 投資認可額が変更した場合、3営業日以内に中国金融先物取引所に報告しなければならない
- QFIIごとに、それぞれ3社以下の先物会社に委託し、株価指数先物取引に参加することが可能

信託会社

- 信託会社の一般募集資産運用業務は株価指数先物へのヘッジ取引・裁定取引が可能。信託会社の単一顧客の一般募集資産運用業務は株価指数先物へのヘッジ取引・裁定取引・スペキュレーション取引が可能。信託会社の従来の資産運用業務は株価指数先物への取引は不可
- 信託会社の株価指数先物の取引資格
直近の信託会社評定で、3Cランク以上を得ていることが必要。スペキュレーション取引を目的とする場合、2Cランク以上、かつヘッジ取引もしくは裁定取引の経験を1年以上有する
- 一般募集資産運用業務
売りヘッジ総額は保有する株式時価総額の20%以下、買いヘッジ総額は信託運用資産のネットバリュートの10%以下
- 単一顧客が保有する株価指数先物のリスクエクスポージャーは、信託運用資産のネットバリュートの80%以下

（注）中国銀行業監督管理委員会は、コーポレートガバナンス、資産管理状況、収益獲得能力などに基づき、信託会社を評定し、リスクの低い順に1～6ランクに、さらに同ランクのリスクの低い順でA～Cに分類

（出所）2011年5月4日発効「QFIIによる株価指数先物への投資に関する手引き」、2011年7月15日発効「信託会社による株価指数先物への投資に関する手引き」（CSRC）より大和総研作成

1-11 新規公開株式の10%に相当する国有株を社会保障基金に充当

09年6月19日に、財政部、国有資産監督管理委員会、中国証券監督管理委員会、全国社会保障基金理事会は「域内証券市場の国有株の一部を全国社会保障基金に移管し、基金を充実するための実施方法」を発表した。骨子は以下の通りである。

- ① 全株流通改革実施後に、域内証券市場でIPOを実施し上場した、資本構成に国有株を含む株式有限会社は、新規公开发行した株式数の10%に相当する国有株を社会保障基金に移管する（例外規定あり）。
- ② 全株流通改革後にIPOを実施し、今後社会保障基金に移管される国有株については、元々の国有株主に求められていたロックアップ期間に加え、3年間、ロックアップ期間を延長する。

当然のことながら、同実施方法発効後に新たに実施されるIPO（資本構成に国有株を含む）では、新規公開株式の10%の国有株が社会保障基金に移管される（同実施方法発効後に新たに実施されるIPOでは、社会保障基金に移管される国有株のロックアップ期間の3年間の延長は適用されない）。10年の社会保障基金年度報告書によれば、国有資産監督管理委員会が管理する中央企業は09年6月以来10年末累計で917.6億元（国有株式695.2億元、現金222.4億元）を社会保障基金に譲渡している。

ちなみに、10年末の全国社会保障基金の総資産額は8,566.9億元であり、今回のIPO時の一部国有株の移管は、社会保障基金の重要な資金源のひとつとなろう。

新規公開株式の10%
を社会保障基金に移
管

社会保障基金の重要
な資金源のひとつに

国有株の社会保障基金への移管の例外規定

なお、国有株の社会保障基金への移管については、例外もある。10年10月26日に、財政部、国有資産監督管理委員会、CSRC、全国社会保障基金理事会是、高成長の未上場中小企業への投資を促進するため、「国有ベンチャーキャピタル機構と国有ベンチャーキャピタル促進ファンドが保有する国有株の社会保障基金への移管義務を免除する問題に関する通知」を公表した。同通知によれば、「ベンチャーキャピタル企業管理暫定方法」に基づいて登録した国有ベンチャーキャピタル機構と、「ベンチャーキャピタル促進ファンド設立および運営の規範に関する指導意見」に基づいて創立した国有ベンチャーキャピタル促進ファンドが保有する、①従業員数が500人以下、②年間売上高は2億元以下、③資産総額は2億元以下、といった条件を満たす未上場の中小企業は、該当企業の株式公開発行（IPO）の前に、財政部に国有株の社会保障基金への移管免除を申請することが認められる。さらに、今回の通知発表前に、社会保障基金への譲渡が完了している国有株については、返却申請を行うことも認められる。

今回と同様の国有株の社会保障基金への移管制度は、01年6月に「国有株減少により社会保障資金を調達する管理暫定方法」として導入されたが、株価急落を受けて、同年10月に暫定停止、02年6月には正式に停止された経緯がある（ただし、海外上場の場合は、同規定は引き続き適用）。しかし、当時と現在では、①当時、国有株など非流通株は、市場に流通しない株式で、価格も市場価格より低いと認識されていたため、非流通株の一部を時価で売却するとの方針は、二重の意味で投資家にショックを与えた、②一方、現在は、全株流通改革によって、国有株の価格は市場価格と同一であると確認され、一定の条件下で市場での売却が可能となっている、などの点が決定的に異なっている。いわば、今回の措置は、国有株の一部が、別の国有株（社会保障基金）に移管されるにすぎないといえる。

2. 株式市場の構造

（1）発行市場

（a）株式発行

株式はその所有形態によって国家株、法人株、個人株に分類される。上場株式のうち、人民元建て株式をA株、外貨建て株式をB株と呼んでおり、B株は、「中国国内に上場する株式会社の外資株に関する規定」により、発行・取引の詳細が決められている。ただし、同一券種の株式は同等の権利を有する。

券面に記載された額面を下回る価格での発行は禁じられ、上場会社の額面は1元に統一されている。

（b）株式の新規公開、増資

06年1月1日発効の新証券法によれば、新株の公開発行には、以下の①～④の条件を満たさなければならない。

- ① 運営が健全かつ良好な組織を備えている、
- ② 持続して利益を計上する能力を有し、財務状況が良好である、
- ③ 直近3年の財務会計書類に虚偽記載がなく、その他の重大な違法行為がない、
- ④ 国務院証券監督管理機構が規定するその他の条件。

新株の公開発行条件

株式の上場申請要件として要求される株式資本総額は、従来の 5,000 万元以上から 3,000 万元以上に減額されたほか、公開発行されるべき株式数は、株式資本総額が 4 億元以上の場合、発行済株式数の 10%以上と、従来の 15%以上から引き下げられている（4 億元未満の場合は 25%以上で変わらず）。

IP0の利益要件

06 年 5 月 18 日発効の CSRC による「株式の新規公開発行と上場管理方法」では、IP0 の条件となる利益要件などを具体的に規定している。

- ① 直近 3 年連続して利益を計上し、かつ 3 年間累計の純利益が 3,000 万元を下回らないこと。純利益は、一過性の非経常性損益を控除した純利益と、控除しない純利益のいずれか低い方を用いる、
- ② 直近 3 年の営業キャッシュフローの累計が 5,000 万元以上であるか、もしくは、累計の営業収入が 3 億元以上であること、
- ③ 直近年度末の無形資産（土地使用権や水域養殖権、鉱物採掘権を除く）が純資産に占める割合は 20%を超えないこと。

環境面の要求強化

さらに、株式の新規公開の際には、環境要件も求められるようになった。CSRC は 08 年 1 月 9 日付けで、火力発電、鉄鋼、セメント、電解アルミなど重汚染業種に属する企業が IP0 を行う際に、事前に国家環境保護総局（現在の環境保護部）の審査と認可を得ることを義務付ける通知を発表。未審査・未認可の場合、IP0 申請は不受理とするとされた。

ロックアップ期間の短縮化

株式新規公開の前に、当該株式を保有する投資家のロックアップ期間について、08 年 10 月 1 日発効の上海・深圳証券取引所「改訂版株式上場規則」は、①株式発行人が、株式新規公開目論見書を公開する前 1 年以内に、増資引き受けにより当該会社の株式を取得した投資家は、従来規定では IP0 実施後 3 年間は株式の譲渡が認められなかったが、今後はロックアップ期間が 1 年間に短縮される、②上場会社の支配株主（実質的な支配株主を含む）については、基本的にロックアップ期間は 3 年間であるが、譲渡する側と譲渡を受ける側双方に支配関係が存在する、もしくは同一の支配者に支配されている場合は、IP0 実施後 1 年が経過し、取引所への事前申請を行えば、持分の譲渡が可能になるとされた。

上場会社に様々な資金調達の方法を拓く

次に、既存の上場会社による証券発行については、06 年 5 月 8 日発効の「上場会社の証券発行管理方法」（以下、「管理方法」）が規定している。「管理方法」の最大の特徴は、利益獲得状況と既存株主への影響度（特に一般投資家の利益保護）に応じて、上場会社に様々な資金調達の道を拓いたことである。例えば、株式発行による資金調達方法には、（i）一般投資家向けの株式発行（増発）、（ii）既存株主への株式割当（配株）、（iii）特定の投資家を対象にした株式の非公開発行があるが、利益要件はそれぞれ、（i）ROE6%以上かつ 3 年連続の黒字計上、（ii）3 年連続の黒字計上のみ、（iii）利益要件はなし（赤字でも可）となっており、投資家にしてみれば、リスク許容度に見合った投資が可能になる点で評価される。

（i）一般投資家向けの株式発行（増発）

増発は ROE6%以上かつ 3 年連続の黒字計上

増発の場合、時価発行の原則が適用される。株式の発行価格は、発行目論見書の公告前 20 営業日の平均株価、もしくは公告日前日の平均株価を下回ってはならないと規定された。これは、従来の増発が時価を下回るケースが多く、既存株主の利益を損なっていたとの批判に対応したものである。また、従来の ROE10%以上との利益要件は、6%以上に引き下げられている。なお、投資家への配当について、08 年 10 月 9 日発効

増発と配株は、直近3年の現金配当累計額が年平均配当可能額の30%以上

の「上場会社の現金配当にかかわる規定の修改正に関する決定」は、増発と後述する既存株主への株式割当（配株）の場合、直近3年の現金による累計配当額が、年平均の配当可能利益の30%を下回らないことを求めている。従来の規定が「直近3年の現金・株式による累計配当額が、年平均の配当可能利益の20%を下回らない」ことを求めていたのと比較すると、現金配当に関する決定は、「現金のみで30%を下回らない」としており、上場会社による現金配当を極めて重視したものとなっている。

（ii）既存株主への株式割当（配株）

既存株主への株式割当（有償）の場合、発行価格に規定はない。利益要件については、3年連続の黒字計上のみが要求される。ただし、上場会社が1度に行う配株は、割当前の発行済株式数の30%を超えてはならない。

（iii）特定の投資家を対象にした株式の非公開発行

非公開発行に利益要件なし

特定の投資家を対象にした株式の非公開発行は、赤字計上企業を含めた全ての上場会社が、戦略的投資家を新たに株主に迎え入れる場合などを想定している。「管理方法」では、①利益要件を求めず、非公開発行される株数に制限を設けない、②発行対象は10名を超えない。発行対象が外国戦略投資家の場合は、別途国務院の承認を得る、③株式の発行日から1年間は当該株式を譲渡してはならず、支配株主の場合は3年間、譲渡が禁止される、④発行価格は、基準日の20営業日前から基準日までの平均株価の90%を下回ってはならない、ことなどを規定している。

非公開発行「実施細則」の発表

さらに、CSRCは07年9月17日付け（同日発効）で、「上場会社の株式非公開発行実施細則」を発表した。実施細則の骨子は、以下の通りである。①株式の非公開発行は、関連取引の減少、同業競争の回避、独立性増強に有利でなければならず、資産の質的向上、財務状況の改善、利益獲得能力の持続的増強に資するものでなければならない、②株式の非公開発行がCSRCの規定する重大資産再編に関係する場合、重大資産再編と区分して、実施しなければならない、③発行価格の基準日は、（1）株式の非公開発行に関する取締役会決議公告日、（2）株主総会決議公告日、（3）株式発行期間の初日といった3つの期日から基準日を選択し、決定しなければならない、④発行対象について、非公開発行の株式を購入・取得した法人、自然人、その他合法的な投資機関（ファンド会社の場合、2本以上のファンドで購入する時、1名の発行対象と見なし、信託会社の場合、自己資金による買入のみ認める）は10名を超えない、⑤支配株主、実質的な支配株主のほか、非公開発行の株式の購入により上場会社の実質支配権を取得した者、または新たな株主としての国内外の戦略投資家は株式の発行日から3年間（その他の投資家は1年間）は当該株式を譲渡してはならない、⑥上記⑤の投資家について、具体的な発行対象、購入価格あるいは価格設定は、上場会社の取締役会の決議によって確定し、株主総会の承認を得なければならない。それ以外の場合、上場会社はCSRCによる発行認可を受けた後、競売方式で発行価格と発行対象を決定しなければならない。

（c）資金調達動向

株価は01年6月をピークに、4年にわたる長期下落局面が続き、国内株式市場を通じた資金調達も低迷した。05年5月以降は、全株流通改革の開始に伴いほぼ1年にわたり株式市場での資金調達がストップした結果、05年の資金調達額は338億元にまで落ち込んだ。

06年、07年は連続して過去最大の資金調達を記録

その後、全株流通改革の大幅な進展を受けて、06年5月15日に、発行審査委員会が再開され、まずは既存の上場企業の、次いで新規公開（IPO）による資金調達が再開され、株式市場の資金調達機能は大きく回復した。株式市場は06年以降急騰し、07年10月16日にかけて連日の史上最高値更新に沸くなど活況を呈し、中国工商银行、中国人寿（チャイナ・ライフ）、中国銀行、ペトロチャイナなど大型IPOが相次いだ。この結果、06年の資金調達額は2,464億元、さらに07年は7,723億元と、過去最大（当時）を記録した。

08年9月、10月以降、IPOは一時ストップ

しかし、株価は07年10月16日をピークに急落し、08年11月4日の大底1,706.703ポイントまでの下落率は72.0%に達した。株価の急落局面を受けて、上海市場では08年9月以降、深圳市場では08年10月以降、株式新規公開はストップし、08年の資金調達額は3,535億元と07年比では54.2%減少した。

09年7月以降、IPOは再開

08年11月9日の4兆元の大型景気対策の発表を契機に、景気・業績改善期待が大きく高まり、株価は大きく上昇した。こうしたなか、CSRCは09年6月10日付けで「新株発行体制をさらに改革・改善することに関する指導意見」を発表。これを契機に、株式の新規公開が再開された。10年～11年7月までの株価は、欧州金融危機の影響や、不動産投資・投機抑制策の発表、矢継ぎ早の金融引き締め策の実施などが嫌気され軟調な展開となっているが、資金調達機能が損なわれる程の株価下落は回避されている。09年の資金調達額は5,052億元、10年は1兆1,733億元と過去最大を更新し、11年1月～7月は6,875億元となっている。

09年以降の資金調達額は急増

一方、B株については、98年以降、資金調達の場としてはほとんど機能しない状況が続き、05年以降の資金調達額はゼロと資金調達機能は完全に停止している。

国内株式市場を通じた中国企業の資金調達動向（単位：億元）

	合計	A株		B株	
		新規公開	増資等		
2000	1,541	1,527	812	715	14
2001	1,182	1,182	534	648	0
2002	780	780	517	263	0
2003	823	820	454	366	4
2004	863	836	353	482	27
2005	338	338	57	281	0
2006	2,464	2,464	1,572	891	0
2007	7,723	7,723	4,591	3,132	0
2008	3,535	3,535	1,034	2,501	0
2009	5,052	5,052	1,879	3,173	0
2010	11,733	11,733	4,972	6,761	0
2011 1～7	6,875	6,875	1,840	5,034	0

（注）増資などには転換社債・会社債発行による調達金額を含む
 （出所）中国証券監督管理委員会「中国証券先物統計年鑑」
 上海、深圳証券取引所「統計月報」より大和総研作成

（2）流通市場

証券法に基づき、上場、取引を認可された株式、社債、およびその他の証券は証券取引所で取引されなければならない。一般に流通可能なA株とB株は、上海と深圳の証券取引所で取引される。

中小企業ボードの開設

04年6月25日、深圳証券取引所の中小企業ボードが8銘柄で取引を開始した。11年7月末時点の上場企業数は601社、流通時価総額は1兆7,887億元、深圳A株全体の流通時価総額に占めるウエイトは33.3%となっている。

中小企業の資金調達
機会の拡大

中小企業ボード開設の意義は、中小企業の株式市場における資金調達機会の拡大である。

上場基準などは既存
市場と同一

同ボードは、A株市場の一部と位置付けられており、同ボードへの上場が認可されるのは、既存市場の上場基準を満たした比較的規模の小さい企業である。この点で、上場基準を緩やかにして新興企業への資金調達への道を拓く「創業板＝新興企業ボード」とは、明確に区別される。

中小企業ボードでは11年7月までに601社が合計5,043億円の資金調達に成功、10年年間の資金調達額が上海・深圳両市場に占める割合は20.0%となるなど、一定の資金調達機能を有するようになった。しかし、全国の中小企業は4,000万社以上と企業数の99%を占め、名目GDPの6割、雇用の8割を占めるとされることを考えると、資金調達の場は一段と拡大されることが望まれる。

創業板（新興企業ボード）の開設

ハイリスク・ハイリター
ン型企業の資金調
達の場

深圳証券取引所に開設された創業板は、成長性は高いが経営年数は短く、規模が小さく、利益変動性・経営リスクが高い「ハイリスク・ハイリターン」型企業向けの資金調達の場である。このため、制度的な枠組みは、メインボードとの比較で利益条件が緩和される一方、リスク管理強化に重点が置かれるという特徴がある。

新興企業ボード上場
管理方法の発表
主要業務の集中
利益基準の緩和

09年5月1日に発効した「株式新規公開発行と創業板（新興企業ボード）上場管理方法」（CSRC）は、創業板開設の法的根拠である。これによると、創業板の上場基準は、①上場申請時に営業実績が3年以上の株式有限会社であること（有限責任会社が純資産を株式に転換し、全体として株式有限会社に変更した場合は、有限責任会社の設立日から換算も可能）、②発行人は1種類の業務を主に営んでいること（主要業務の集中）、③利益条件については、（1）直近2年連続して利益を計上し、その累計額は1,000万円を下回らず、かつ持続的に増加していること、もしくは、（2）直近1年で利益を計上し、かつ純利益が500万円を下回らず、直近1年の営業収入が5,000万円を下回らず、直近2年の営業収入増加率はともに30%を下回らないこと、④株式発行前の純資産額は2,000万円を下回らないこと、⑤株式発行後の株式資本総額は3,000万円を下回らないこと、などとなっている。

利益条件について、メインボードのIPOが3年連続の利益計上、かつ累計3,000万円以上を求めているのに対して、創業板は、上記③のとおり、一定程度条件を緩和している。ただし、香港のGEM（Growth Enterprise Market＝成長企業市場）では利益要件が一切要求されていないことと比較すると、条件緩和は制限的である。

リスク管理の強化

次に、リスク管理強化について、09年6月14日発効の「証券発行上場スポンサー業務管理方法の修正についての決定」（CSRC）では、①スポンサー（引受主幹事）は、発行人が新規公開発行を行う場合、上場年度とその後の3年間（メインボードは2年間）の監督指導継続期間に、上場会社を継続的にフォローし、企業の健全性が維持されるように指導しなければならない、②新規公開発行後の監督指導継続期間において、発行人による年度・中間決算発表後15営業日以内に、スポンサーはCSRCが指定したウェブサイトにも監督指導項目関連のフォローアップ・レポートを発表し、企業の健全

性にかかわる項目について分析を行い、独立意見を発表しなければならない、ことなどが定められている。

なお、メインボード上場会社では、上場年度の営業利益が前年比 50%以上の減益となった場合、CSRC は当該スポンサーからの上場推薦を 3 ヶ月～12 ヶ月の間受理しない（状況が著しい場合はスポンサー資格を取り消し）との罰則規定があるが、創業板にはこの規定は適用されない。これは、創業板上場会社に想定される利益変動性の高さを考慮したものであり、投資リスクの高さを投資家に再認識させるものでもある。

上場廃止基準の厳格化

情報開示の強化

このほか、「深圳証券取引所創業板株式上場規則」（深圳証券取引所、09 年 7 月 1 日発効）は、メインボードと創業板上場規則の違いについて、①創業板のリスク管理強化にかんがみ、上場廃止基準の厳格化とプロセスの短縮化を行う、②会計年度終了後 2 ヶ月以内に年度決算報告を発表できない創業板上場会社は、決算速報を発表しなければならない（メインボードは 4 ヶ月以内の年度決算報告が求められるのみで決算速報の義務はない）など、情報開示を強化する、③上場初日の株価の異常変動を避けるため、上場（予定）会社は上場目論見書発行以降の報道やうわさに関心を払い、その内容に誤りや誤解を生むような記述があったり、本来公開すべき重要事項が未公開でかつ株価に大きな影響を与え得るような場合、上場初日にリスク提示に関する公告を行い、状況に応じて取引を臨時停止とする、ことなどを列挙して、リスク管理の強化を図っている。

09年10月30日に取引スタート

創業板の取引スタートは 09 年 10 月 30 日であった。創業板開設後は、上海市場は国有大型企業、深圳市場は中小企業の資金調達場としての棲み分けが行われ、特に創業板はニューエコノミーやハイテクなど成長産業を担う若い民間企業の資金調達場としての位置付けが明確となっている。

深圳証券取引所の統計によれば、創業板の 10 年末時点の投資主体別株式保有比率（流通時価総額ベース）は、個人投資家が 62.3%、機関投資家が 37.7%である。個人投資家の株式保有比率は中小企業ボードの同 45.8%を大きく上回り、個人投資家の存在感は大きい。

株式市場・資金調達機能の多層化

資金調達機能として、創業板では 11 年 7 月末までに 247 社が 1,773 億円の資金調達に成功している。特に、創業板上場会社は、高い成長性が期待され、世界的な優良企業に育つ可能性を秘める一方、開業して間もなく、利益や株価の変動性が高く、コーポレートガバナンスへの評価も定まらないなど、上場廃止を含めたリスクも相対的に大きい。創業板は、こうした「ハイリスク・ハイリターン」型の若い民間企業向けに新たに拓かれた資金調達場であり、株式市場・資金調達手段の多層化の意味でも、その健全かつ速やかな発展への期待は極めて高い。

メインボードと新興企業ボードの主な相違点

	メインボード（上海、深圳）	新興企業ボード（深圳）
上場基準	・上場申請前に営業実績が3年以上の株式有限会社であること。	・同左。
	・直近3年において、主要業務、取締役、高級管理者に重大な変化および実質支配株主に変更がないこと。	・直近2年において、主要業務、取締役、高級管理者に重大な変化および実質支配株主に変更がないこと。
	・利益条件は以下の通り。 ①直近3年連続して利益を計上し、かつ3年間累計の純利益が3,000万元を下回らないこと。 ②直近3年の営業キャッシュフローの累計が5,000万元以上であるか、もしくは、累計の営業収入が3億元以上であること。	・利益条件は以下の通り。 ・直近2年連続して利益を計上し、その累計額は1,000万元を下回らず、かつ持続的に増加していること。もしくは、 ・直近1年で利益を計上し、かつ純利益が500万元を下回らず、直近1年の営業収入が5,000万元を下回らず、直近2年の営業収入増加率がともに30%を下回らないこと。
	・株式発行前の株式資本総額は3,000万元（証券取引所規則では、5,000万元）を下回らないこと。	・株式発行前の純資産額は2,000万元を下回らないこと。
スポンサーによる指導	・新規公開発行の場合、当該企業の上場年度とその後の2年間（上場後の新株発行、可転換社債発行の場合は、当該企業の上場年度とその後の1年間）の「監督指導継続期間」に、上場会社を継続的にフォローし、企業の健全性が維持されるように指導。	・新規公開発行の場合、当該企業の上場年度とその後の3年間（上場後の新株発行、可転換社債発行の場合は、当該企業の上場年度とその後の2年間）の「監督指導継続期間」に、上場会社を継続的にフォローし、企業の健全性が維持されるように指導。
	・同右の規定無し。	・新規公開発行後の「監督指導継続期間」において、発行人による年度・中間決算発表後15営業日以内に、スポンサーは中国証券監督管理委員会（CSRC）が指定したウェブサイトにて監督指導項目関連のフォローアップ・レポートを発表し、企業の健全性にかかわる項目について分析を行い、独立意見を公表しなければならない。発行人が、募集資金、関連取引、財テク、他者への担保提供などにかかわる臨時報告を発表した場合、スポンサーは10営業日以内に分析を行い、CSRCが指定するウェブサイトにて独立意見を公表しなければならない。
	・当該企業の営業利益が上場年度において前年比で50%以上減少した場合、CSRCは3ヵ月～12ヵ月の間、当該スポンサーからの上場推薦を受理しない。状況が著しい場合は、スポンサー資格を取り消すこともありえる。	・新興企業ボードの上場会社の利益変動性（リスク）の大きさに鑑み、同左の規定はなし。
上場審査	・CSRC発行審査委員会のメインボード発行審査委員会による審査。審査委員は25名（CSRC5名・その他20名、7名1組）。	・CSRC発行審査委員会に設立される新興企業ボード発行審査委員会による審査を行う。審査委員は35名（CSRC5名、その他30名、1組7名の5組体制）で、産業技術などに詳しい専門家が含まれる。メインボードなどの審査委員との兼務は不可。

（出所）「株式新規公開発行と創業板（新興企業ボード）上場管理方法」、
「証券発行上場スポンサー業務管理方法の修正についての決定」、
「中国証券監督管理委員会発行審査委員会方法の修正についての決定」などより大和総研作成

新興企業ボード上場会社に特別に求められる規定、メインボードとの相違点

<p>投資家のロックアップ期間</p> <ul style="list-style-type: none"> ・株式新規公開発行申請前の6ヵ月以内（中国証券監督管理委員会＝CSRCによる受理日を基準）に、増資引受により当該会社株式を取得した投資家は、株式上場日後12ヵ月以内の株式譲渡は認められない。かつ、株式上場日後の12ヵ月から24ヵ月以内に保有する株式の50%以上を売却してはならない。24ヵ月以降の株式売却に制限はない。 ・董事、監事および上位管理職は、株式上場日後の6ヵ月以内に退職を宣言する場合、退職宣言日後の18ヵ月以内の株式譲渡は認められない（中小企業ボードは退職宣言申告日6ヵ月後の12ヵ月以内に保有する株式の50%以上を売却してはならない）。株式上場日後の7ヵ月目から12ヵ月目以内に、退職を宣言する場合、退職宣言日後の12ヵ月以内の株式譲渡は認められない。 <p>（支配株主・実質的な支配株主は株式上場日から3年以内は、株式譲渡は認められず、上記を除くその他の発起人は1年以内の株式譲渡は認められないとの規定は、メインボードと同じ）</p>
<p>スポンサーによる指導</p> <ul style="list-style-type: none"> ・新規公開発行の場合、当該会社の上場年度とその後の3年間（上場後の新株発行、可転換社債発行の場合は、当該会社の上場年度とその後の2年間）の「監督指導継続期間」に、上場会社を継続的にフォローし、企業の健全性が維持されるように指導（メインボードはそれぞれ2年間、1年間と規定）。 ・新規公開発行後の「監督指導継続期間」において、発行人による年度・中間決算発表後15営業日以内に、スポンサーはCSRCが指定したウェブサイト、実地検査に基づいた監督指導項目関連のフォローアップ・レポートを発表し、企業の健全性にかかわる項目について分析を行い、独立意見を発表しなければならない。発行人が、募集資金、関連取引、財テク、他者への担保提供などにかかわる重要公告を発表した場合、スポンサーは10営業日以内に分析を行い、独立意見を発表しなければならない。
<p>上場廃止制度</p> <ul style="list-style-type: none"> ・新興企業ボード上場会社は上場停止後、特別な株式取引システムを経ることなく、上場廃止になる（メインボードは上場停止後、特別売買システムに移行）。 ・上場廃止の条件として以下を追加する <p>①直近事業年度の会計監査の結果、純資産がマイナス（債務超過）となる場合、上場廃止リスクを警告する。上場廃止リスクを警告した後、直近の事業年度で会計監査の結果、株主権益が依然としてマイナスとなる場合、上場暫定停止となる。上場暫定停止後、直近の中間報告（メインボードは年度報告）を法定期間（会計年度上半期終了後の2ヵ月以内）に公告できなかつたり、株主権益のマイナスが継続する場合、上場廃止になる。</p> <p>②直近事業年度の財務報告に対して、公認会計士事務所が意見を表明することができない、あるいは否定的な意見を表明した場合、上場廃止リスクを警告する。上場廃止リスクを警告した後、直近の事業年度の財務報告に対して、依然として公認会計士事務所が意見を表明することができない、あるいは否定的な意見を表明した場合、上場暫定停止となる。上場暫定停止後、直近の中間報告（メインボードは年度報告）を法定期間に公告できなかつたり、上記の状況が改善できない場合、上場廃止となる。</p> <p>③連続する120営業日累計の株式売買高が100万株を下回った場合、上場廃止リスクを警告する。上場廃止リスクを警告した後、120営業日累計の株式売買高が100万株を下回った場合、上場廃止となる。</p>
<p>情報開示</p> <ul style="list-style-type: none"> ・上場初日の情報開示 <p>①上場初日の株価の異常変動を避けるため、上場（予定）会社は上場目論見書発行以降、公共メディア（新聞、ウェブサイトなど）を通じて、当該会社の関連情報あるいは噂に関心を払い、その内容に誤りや誤解を生むような記述があつたり、本来公開すべき重要事項が未公開でかつ株価に大きな影響を与えるような場合、上場初日にリスク提示に関する公告を行い、関連問題を説明しなければならない。</p> <p>②公共メディアによる情報が、株価に比較的大きな影響を与える可能性がある、もしくは既に影響を与えている場合、取引を臨時停止とし、状況を説明する公告を行わなければならない。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・定期報告と臨時報告 <p>情報開示を強化するため、会計年度終了後2ヵ月以内に年度決算報告を発表できない新興企業ボード上場会社は、決算速報を発表しなければならない（メインボードは4ヵ月以内の年度決算報告が求められるのみで決算速報の義務はない）。</p>
<p>臨時公告</p> <ul style="list-style-type: none"> ①財務補助・財テクなどの12ヵ月以内の累計金額が100万元に達する場合、公告しなければならない。 ②上場会社に大きな影響を与える可能性がある1回限りの重要生産経営契約、重要技術者の離職、および商標、特許、専有技術、特許経営権などに変化が発生し、それが重大なリスクをもたらすなどの重要事件に対して、タイムリーな公告を行わなければならない。

（出所）「深圳証券取引所創業板株式上場規則」より大和総研作成

自社株買い規制の大幅緩和

自社株に関する規制を緩和

従来、自社株の保有は、①減資による株式の償却、②自社株式を保有するその他の会社と合併する場合を除き、禁止されていたが、全株流通改革の一環として、05年6月に「上場会社による流通株買入管理規定」が発表され、上場会社が自社株（流通株）を買い入れることが広く認められるようになった。さらに、06年1月1日発効の新会社法では、上記①、②に加えて、③従業員に奨励（インセンティブ）として株式を付与する場合、④株主総会における合併または株式分割の決議に、異議を唱える株主が、会社に対して、株式の買取を請求した場合、に自己株式の取得ができるとした。自己株式に議決権と利益分配権は与えられない。また、上記①～③には株主総会の決議が必要である。自己株式の消却などについては、①の場合は取得日から10日以内に消却、②、④は6ヵ月以内に譲渡もしくは消却、③は取得後1年以内に従業員に付与しなければならない。③は、従業員のインセンティブ向上が目的となっているが、安易な株式付与は、他の株主の利益との相反を招く可能性がある。このため、新会社法は、「この場合に取得する自己株式は、発行済株式数の5%を超えてはならず、その資金は会社の税引後利益から支出しなければならない」と規定している。

CSRCによる事前認可が不要に

CSRCは08年10月9日付で「上場会社の自社株買いに関する補充規定」を発表し、同補充規定は即日発効した。従来の規定では、「CSRCが上場会社による自社株買いの申請を受理してから10日以内に異議が無ければ、上場会社は自社株買いを実施することができる」とされていたが、今後はこの行政認可が不要となり、自社株買いの自由度は格段に上がることになる。なお、08年9月21日付で発表されていた意見聴取版からの主な修正点は、意見聴取版には存在した「上場会社による自社株買い方案の発表以降、自社株買い終了後30日以内は現金配当の発表・実施を行ってはならない」との規定が全て削除された点である。株式市場の魅力向上の一環として、上場会社による現金配当を積極的に支持しようとの当局の姿勢が表れている。

「上場会社の自社株買いに関する補充規定」の骨子は以下の通りである。

株主総会で2/3以上の賛成が必要

- ① 上場会社が市場での自社株買いを実施するには、取締役会が法に基づき決議を行い、株式総会の議決を経なければならない。株主総会では総会に出席した議決権を保有する株主の2/3以上の賛成が必要である、
- ② 株主総会の決議には、（1）自社株買いの価格帯、（2）株式の種類、数量、比率、（3）自社株買いに必要な資金総額とその出所、（4）自社株買いの期限、（5）決議の有効期限、などが含まれていなければならない、
- ③ 上場会社は以下のような公告義務を負う。（1）自社株買いの事実が初めて発生した翌日に公告を行う、（2）保有する上場会社株式が、自社株買いによって発行済株式数の1%増加する毎に、その事実が発生してから3日以内に公告する、（3）定期報告のなかで、自社株買いの進捗状況（株数、比率、最高値と最安値、自社株買いに要した資金額）を公告する。（4）上場会社による自社株買い終了後、3日以内に自社株買いの状況と株式変動報告を行う、
- ④ 自社株買いは9:30～11:30、13:00～14:30に行う（オープニングオークションと大引け前30分間は取引不可）。ただし、（1）上場会社の定期報告（決算発表）、決算速報などを公告する前の10日以内（上場会社株式を30%以上保有する株主による当該上場会社株式の買い増し禁止期間については、08年9月24日付で、従来の定期報告の公告前30日以内から決算速報・定期公告の公告前10日以内へと期間が短縮されている）、（2）株価に重大な影響を与え得る重大事項の発生日以降、情報公開後2営業日以内、（3）新規公開・増資後の取

引初日、上場暫定停止後の取引再開初日など値幅制限が設けられていない取引日は自社株買いを行ってはならない、

- ⑤ 自社株買い期間中は株式発行によって資金調達を行ってはならない。

3. 証券取引所

3-1 取引所の概要

証券取引所は06年1月1日に発効した「証券法」、01年12月12日に発効した「証券取引所管理弁法」に基づき、CSRCによって管理監督される。

名称： 上海証券取引所（90年11月26日設立、同年12月19日開業）
 所在地： 上海市浦東南路528号証券大廈
 電話： 86-21-6880-8888（代表）
 ファックス： 86-21-6880-4868
 ホームページ： <http://www.sse.com.cn>

名称： 深圳証券取引所（90年12月1日設立、91年7月5日開業）
 所在地： 深圳市深南東路5045号
 電話： 86-755-8208-3333（代表）
 ファックス： 86-755-8208-3864（会員管理部）
 86-755-8320-2232（深圳証券信息有限公司）
 ホームページ： <http://www.szse.cn>

3-2 取引所会員

取引所会員数の推移

	上海証券取引所			深圳証券取引所		
	会員数	B株 ブース数	ブース数 合計	会員数	B株 ブース数	ブース数 合計
2000	305	94	5,129	326	14	1,697
2001	263	265	5,172	284	20	3,230
2002	200	276	5,192	237	53	3,424
2003	177	286	5,217	205	52	3,427
2004	161	265	5,152	189	52	3,425
2005	151	251	5,034	177	44	3,120
2006	153	251	5,113	176	45	3,128
2007	142	223	4,931	123	45	3,397
2008	109	202	4,968	124	45	3,640
2009	107	198	5,503	114	-	4,069
2010	106	192	6,227	113	-	4,633
2011.07	108	195	6,758	115	-	5,075

（注）深圳証券取引所のB株ブース数は09年9月以降発表されなくなっている
 （出所）上海証券取引所・深圳証券取引所「統計月報」より大和総研作成

4. 売買仕法

4-1 取引時間 月曜日～金曜日。土日・祝祭日は休場。

上海証券取引所		深圳証券取引所	
9:15～9:25	オープニングオークション	9:15～9:25	オープニングオークション
9:30～11:30	前場（連続値付）	9:30～11:30	前場（連続値付）
13:00～15:00	後場（連続値付）	13:00～14:57	後場（連続値付）
(14:59～15:00)	（クロージング）	14:57～15:00	クロージング
15:00～15:30	大口売買	15:00～15:30	大口売買

（出所）上海証券取引所・深圳証券取引所「統計月報」より大和総研作成

4-2 売買単位 100株以上100株単位。

上海、深圳とも、売りは1株から可能。ただし、単位未満株は一括売却が要求される。

4-3 呼び値 上海証券取引所 A株：0.01元、B株：0.001米ドル。

深圳証券取引所 A株：0.01元、B株：0.01香港ドル。

※上海証券取引所に上場するB株は米ドルで、深圳証券取引所に上場するB株は香港ドルで取引されることに注意。

基金・ワラントは0.001元。

4-4 値幅制限

値幅制限は前日引け
値から±10%、特別処
理銘柄などは±5%

上場初日などの場
合、値幅制限はない
が、値決めをルール化

96年12月16日より、前日引け値から±10%を値幅制限とする規定が導入されている。特別処理指定銘柄の値幅制限は±5%。上海市場では、新規公開・増資後の取引初日、上場暫定停止後の取引再開初日については、値幅制限は設けられていない（11年2月28日以降、深圳市場では増資後の取引初日の値幅制限は増資前株価±10%）。ただし、その値決めについては、上海証券取引所の場合、①オープニングオークション時はIPO価格（増資前株価、上場停止前株価）の90%を超えたり、50%を下回ってはならない、②連続値付時の買付・売付申請価格は、表示された最低売付価格の110%を超えたり、最高買付価格の90%を下回ってはならず、同時に、最高申請価格と最低申請価格の平均の130%を上回ったり、70%を下回ってはならない。深圳証券取引所の場合、オープニングオークション時は、発行価格（もしくは上場停止前株価）の90%以内とし、連続値付時は、直近の約定価格の±10%が有効範囲である。

4-5 値付けの方法

価格優先、時間優先の原則が適用される。始値は、午前9時15分から25分までに各社の端末を通じて入力された売買注文を自動売買執行システムで板寄せ方式により決定する。午前9時25分までに売買注文がない場合、最終取引が行われた営業日の終値が当日の始値となる。

4-6 取引の種類

普通取引。信用取引はテスト段階で本格実施に向けたプロセスが進展。

4-7 決済の流れ

上海、深圳ともに振替決済制度が導入されているため、株券はすべて中央振替決済機構が保管しており、株券の授受はない。両市場とも、A株の決済は約定日の翌日、B株は約定日から起算して3営業日目。

株式の売買に当たっては中央振替決済機構に口座を開設する必要がある（証券会社、預託銀行が代理人となることも可能）。B株の約定が成立した場合、証券会社は当日引け後（海外の証券会社の場合は翌営業日の正午まで）に注文伝票を取引所に送付する。取引所はすべての注文伝票とシステム上の約定データを照合し、翌々営業日の正午までに決済機構のシステムに入力する。約定代金の受渡しは3営業日目の正午までに決済銀行を通じて行われる。中央振替決済機構は約定代金の受け渡しを確認した後、決済口座の名義書換を行う。A株の約定代金の受渡しは国内の指定決済銀行を通じて行われる。

4-8 取引コスト

A 株市場

口座開設料	上海	個人：40元 法人：400元
	深圳	個人：50元 法人：500元
委託手数料	共通	最高約定金額の0.3%、最低5元から
取引所手数料	上海	約定代金の0.011%
	深圳	約定金額の0.01475%
印紙税	共通	売り方に約定代金の0.1%
名義書換料	上海	約定金額の0.1%、最低1元から
	深圳	なし

（出所）上海証券取引所、深圳証券取引所資料より大和総研作成

B 株市場

口座開設料	上海	個人：19米ドル 法人：85米ドル
	深圳	個人：120香港ドル 法人：580香港ドル
委託手数料	上海	最高約定金額の0.3%、最低1米ドルから
	深圳	最高約定金額の0.3%、最低5香港ドルから
取引所手数料	上海	約定金額の0.026%
	深圳	約定金額の0.0301%
印紙税	共通	売り方に約定代金の0.1%
名義書換料	上海	約定金額の0.05%
	深圳	約定金額の0.05%（最高500香港ドル）

（出所）上海証券取引所、深圳証券取引所資料より大和総研作成

証券印紙税率の変更

08年は実質2度の引き上げ

当局は印紙税率の変更を相場の過熱抑制あるいは、株価刺激策として、明確な意図をもって活用しており、07年は一度の引き上げ、08年は実質的に2度の引き下げが実施された。その後11年7月末まで、変更はされていない。

07年5月には過熱抑制を目的に引き上げ

中国財政部は07年5月30日より証券取引印紙税率を従来の約定代金の0.1%から0.3%に引き上げた。印紙税率の引き上げは97年5月以来10年ぶり2度目であった。今回の印紙税率の引き上げは、過熱への直接的な警告や過熱抑制そのものを目的とする点で、インパクトは大きかった。上海総合株価指数は、07年5月29日に付けた当時

の史上最高値 4,334.92 ポイントから 6 月 4 日には 3,670.40 ポイントまで 15.3% 急落した。しかし、この調整も短期間で終了し、上海総合株価指数は 07 年 10 月 16 日に史上最高値 6,092.057 ポイントを付けるまで上昇局面が続いた。

株価急落を受け、08 年 4 月には印紙税率を引き下げ

その後、上海総合株価指数は急落した。08 年 4 月 18 日には 3,094.67 ポイントまで値を崩し、投資家からは政府による株価対策を求める声が増しに大きくなった。財政部は、08 年 4 月 24 日に証券取引印紙税率を売買金額の 0.3% から 0.1% に引き下げている。これを好感して上海総合株価指数は 5 月 5 日には 3,761.01 ポイントまで値を戻したが、その後再び株価は急落。上海総合株価指数は、6 月 12 日には 3,000 ポイント台を、9 月 16 日には 2,000 ポイント台を割り込んだ。

08 年 9 月の総合株価対策、印紙税は売り方のみから徴収

株価急落に危機感を抱いた国務院は、08 年 9 月 18 日の引け後に、総合株価対策を打ち出した。具体的には、①証券印紙税を売り方・買い方双方から徴収していたものを、売り方のみとする（税率は売却代金の 0.1%）、②上場三大商銀の出資者である中央匯金投資有限会社が、工商銀行、中国銀行、建設銀行の株式を市場で買い入れる、③国有資産監督管理委員会は、管轄する中央企業が傘下の上場会社の株式を購入することを支持する、ことが発表された。これを好感し、翌 19 日の上海市場は前日比 9.5% 高の大幅反発に沸いたが、その効果は長続きしなかった。結局、上海総合株価指数は、11 月 4 日に 1,706.70 ポイントの大底を付けた訳だが、その後の急反発には 11 月 9 日発表の 4 兆元の大型景気対策によって、景気・業績改善期待が高まるのを待つしかなかった。

印紙税税率の変更

	上海証券取引所	深圳証券取引所
1990/06		売り方に約定代金の 0.6%
1990/11		買い方にも約定代金の 0.6%
1991/10	売り方、買い方に約定代金の 0.3%	売り方、買い方ともに約定代金の 0.3% に引き下げ
1992/06	両取引所の税率統一を明記（売り方、買い方の双方に約定代金の 0.3%）	
1997/05	約定代金の 0.5% に引き上げ（投機抑制策の一環）	
1998/06	約定代金の 0.4% に引き下げ	
1999/06	B 株のみ約定代金の 0.3% に引き下げ（B 株市場の取引活性化策）	
2001/11	A 株、B 株ともに約定代金の 0.2% へ引き下げ	
2005/01	A 株、B 株ともに約定代金の 0.1% へ引き下げ	
2007/05	A 株、B 株ともに約定代金の 0.3% へ引き上げ	
2008/04	A 株、B 株ともに約定代金の 0.1% へ引き下げ	
2008/09	A 株、B 株ともに売り方に売却代金の 0.1%（買い方は非課税化）	

（出所）取引所資料より大和総研作成

4-9 取引停止、特別処理、上場廃止

（1）取引停止

株価の異常変動

上海証券取引所は 07 年 9 月 1 日より、①値幅制限の設けられていない銘柄のザラ場の取引価格が、寄り付き価格との比較で、100% 以上上昇、あるいは 50% 以上下落した場合、異常変動とみなし、30 分以内の取引停止とする、②値幅制限が設けられている A 株について、2 営業日連続して値幅制限に達し、同一営業部によるネットの購入・売却株数が、当日の当該銘柄の売買出来高の 30% 以上を占め、かつ当該上場会社が重大事項の公告を行っていない場合、異常変動とみなされ、当該上場会社が公告を発表する当日の 10 時 30 分まで取引停止とすることができる、③全株流通改革未実施銘柄（S

株)、特別処理指定銘柄は、3営業日連続して値幅制限に達した場合、異常変動とみなされ、当該上場会社が公告を発表する当日の10時30分まで取引停止とすることができる。④上記、異常変動とみなされる銘柄について、上海証券取引所は翌営業日に異常変動期間における累計購入・累計売却金額の上位5会員の営業部の名称、購入・売却金額を公表する。

上海・深圳証券取引所が08年9月4日付けで改訂した「株式上場規則」(発効日は10月1日)によれば、株主総会の開催日から取引を停止し、決議公告の発表日に取引を再開する。従来は、決算発表、業績のプレアナウンスメント、利益処理方法の発表、株主総会での議案否決などの発表の際に、取引開始を1時間遅らせ、10時30分より取引を開始する措置が実施されてきたが、これを取り止める。今後は、情報開示が適切な時期に行われなかったり、違法行為の嫌疑が掛けられたり、株価の異常変動といったリスク喚起が必要とされる時に、柔軟に取引を停止するとされた。このほか、取引停止が長期化する場合は、5営業日毎に取引停止の原因と状況の進展具合を開示するとされた。

11年2月の深圳証券取引所の新规定

11年2月28日付けで発効した深圳証券取引所取引規則(改訂版)によれば、値幅制限が設けられていないIPO取引初日の株価、および上場暫定停止後の取引再開初日の株価について、ザラ場の取引価格が、寄り付き価格との比較で、初めて20%以上上昇、あるいは20%以上下落した場合、取引を30分間停止する。初めて50%以上上昇、あるいは50%以上下落した場合、30分間の取引停止とする。さらに、80%以上上昇、あるいは80%以上下落した場合、14時57分まで、取引を停止する。取引一時停止の期間に、投資家は継続的に注文と注文取消しを行うことができる。また、取引一時停止時間が14時57分を跨ぐ場合は、14時57分にクロージング取引を開始するとされた。

(2) 特別処理(ST=Special Treatment)

上場会社に財務状況の異常やその他の異常な状況が発生した結果、当該株式に上場廃止リスクが存在し、あるいは投資家はその会社の先行きを判断することが困難になるなど、投資家の利益が損なわれる可能性がある時に、証券取引所はその株式を特別処理銘柄に指定する。

特別処理銘柄には、(1)上場廃止リスクを警告する特別処理銘柄(*ST)と、(2)その他の特別処理銘柄(ST)があり、いずれも株式の値幅制限は前日比±5%とされる。

下記のいずれかに該当する場合、証券取引所はその株式を*ST銘柄に指定する。

- ① 直近2事業年度連続して赤字を計上した場合、
- ② 財務報告に重大な誤りや虚偽記載があり、それを上場会社が自主的に修正、もしくはCSRCに修正を命じられ、前年度の財務報告を遡及修正した結果、直近2年連続で赤字を計上した場合、
- ③ 財務報告に重大な誤りや虚偽記載があり、CSRCに修正を命じられたにもかかわらず、規定の期限内に修正をすることができず、かつ、当該上場会社の株式が2ヵ月以上取引停止となっている場合、
- ④ 法定期限内に年度報告や中間報告を発表することができず、かつ、当該上場会社の株式が2ヵ月以上取引停止となっている場合、
- ⑤ 会社解散の可能性がある場合、

特別処理銘柄の値幅制限は前日比±5%

上場廃止リスクを警告する*ST

- ⑥ 裁判所が会社の破産に関わる案件を受理し、破産宣告を受ける可能性がある場合、
- ⑦ 株主分布が上場基準を満たさなくなった場合、具体的には、株式資本総額が 4 億元未満の上場会社は、一般投資家（機関投資家+個人投資家）による持株比率が 20 営業日連続で 25%未満（株式資本総額 4 億元以上は 10%未満）となった場合、取引停止とする。その後の 1 ヶ月以内に、上場会社が解決方法を上海・深圳証券取引所に提出し、かつ、同取引所の承認を得た場合、*ST 銘柄として取引を再開する。

その他の特別処理 (ST)

下記のいずれかに該当する場合、証券取引所はその株式を ST 銘柄に指定する。

1. 直近事業年度の会計監査の結果、株主権益がマイナスとなる場合、
2. 直近事業年度の財務報告に対して、公認会計士事務所が意見を表明することができない、あるいは否定的な意見を表明した場合、
3. 上記*ST の①、②の状況が修正され（赤字から黒字転換）、*ST の指定が外された後の直近事業年度で、会社の主要業務が正常に運営されていなかったり、非経常性損益控除後の純利益が赤字となる場合、
4. 自然災害、重大事故などにより、会社の生産・営業活動が重大な影響を受け、かつ、3 ヶ月以内に復旧できないと予想される場合、
5. メインバンクによって銀行口座が凍結される場合、
6. 取締役会が正常に召集することができず、決議を行うことができない場合、
7. 上場会社の支配株主やその関係者が、上場会社の資金を違法に占有したり、上場会社が正式な手続きを踏まずに対外担保を提供したりした場合、など。

以上の状況が解除されれば、特別処理指定は解除される。

全上場銘柄の 7.1%が 特別処理指定

なお、11 年 7 月末時点の*ST・ST 銘柄数は以下の通りであり、全上場銘柄の 7.1%が*ST・ST の指定を受けている。

ST 銘柄数

	*ST (社)	ST (社)	合計 (社)	上場銘柄数 (社)	比率 (%)
上海A株	35	42	77	907	8.5
深圳A株	43	31	74	1,320	5.6
上海B株	5	2	7	54	13.0
深圳B株	3	5	8	54	14.8
合計	86	80	166	2,335	7.1

(注) 2011年7月末のデータ

(出所) 上海・深圳証券取引所データより大和総研作成

(3) 上場廃止基準

上場の暫定停止

証券取引所上場規則に基づき、以下の状況のいずれかに該当する場合、取引所は当該株式の上場を暫定的に停止する。①2 事業年度連続で赤字を計上し、*ST 銘柄に指定された後、直近の事業年度で赤字が継続した場合、②財務報告に重大な誤りや虚偽記載があり、*ST 銘柄に指定された後、2 ヶ月以内に、要求通りに財務報告を修正で

きなかった場合、③法定期限内に年度報告や中間報告を公表することができず、*ST銘柄に指定された後、2ヵ月以内に年度報告や中間報告を公表することができない場合、④株主分布が上場基準を満たさなくなった場合、取引停止とする。その後の1ヵ月以内に解決方法を上海・深圳証券取引所に提出できなかった場合、もしくは、同証券取引所に解決方法を提出したが、承認を得られなかった場合、もしくは、取引停止後の6ヵ月以内に特別処理銘柄（*ST）として取引を行いつつ、提示された解決方法を実施し、株主分布の改善を図ったものの、この期間内に改善ができなかった場合、⑤重大な違法行為を犯した場合、など。

上場廃止基準

また、以下の状況のいずれかに該当する場合、当該株式は上場廃止となる。

1. 上記①のうち、上場暫定停止後の直近事業年度の財務報告が法定期限内に発表できなかったり、法定期限内に発表してもその後の5営業日以内に上場再開申請を提出しなかった場合、さらには、赤字が継続した場合、
2. 上記②のうち、上場暫定停止後の2ヵ月以内に、要求通りに財務報告を修正できない、もしくは、要求通りの財務報告を行ってもその後の5営業日以内に上場再開申請を提出しなかった場合、
3. 上記③のうち、上場暫定停止後の2ヵ月以内に、年度報告や中間報告を公表できない、もしくは、要求通りに発表してもその後の5営業日以内に上場再開申請を提出しなかった場合、
4. 上場再開申請が受理されない場合、上場再開申請が承認を得られない場合、
5. 資本総額、株主分布などが上場基準を満たさなくなり、証券取引所が規定する期限内に上場基準を回復できない場合、
6. 上記④のうち、上場暫定停止後、6ヵ月以内に株主分布の改善を図るが、それも失敗した場合、
7. 上場会社、もしくは買収者が上場廃止を目的に、株式の買入れや公開買付を行い、その結果、資本総額、株主分布などが上場基準を満たさなくなり、会社が上場廃止を申請する場合、
8. 会社が解散、あるいは破産の宣告を受ける場合、など。

5. 上場企業

5-1 上場基準(A株、B株区別なし)

既述のように、新株の公开发行については証券法やCSRCの規則、既存の上場会社の証券発行については、CSRCの規則が、それぞれ規定している。

株式上場規則

06年5月19日に発効した上海証券取引所の株式上場規則は、株式の新規公開(IPO)とその後の株式上場の申請にあたり、以下の条件を満たしていなければならないとしている。

- ① CSRCの承認を得て株式が公开发行されていること、
- ② 株式資本総額が5,000万元以上であること、
- ③ 公开发行されている株式数は発行済株式総数の25%を下回ってはならない。ただし、株式資本額が4億元を超える株式会社の場合は、発行済株式総数の10%

以上でも可、

- ④ 過去 3 年以内に法規違反を犯したことが無く、財務諸表に虚偽の記載がないこと、
- ⑤ 証券取引所が要求するその他の条件。

②について、06 年 1 月 1 日発効の証券法は、株式資本総額は 3,000 万元以上と規定しているが、上場規則はそれよりも厳しい要件を課している。

5-2 上場企業

(a) 上場企業数

時価総額は東証1部を若干上回る

11 年 7 月末の上場企業数は両市場あわせて 2,249 社（上海 917 社、深圳 1,332 社）、上場銘柄数は 2,335 銘柄（上海 961 銘柄、深圳 1,374 銘柄）に達し、その時価総額 26 兆 3,381 億元と、東証 1 部を若干上回る。市場での取引可能な株式（国家株、法人株を除いた流通可能な株式）は発行済株式総数の 74.8%となっており、流通時価総額は時価総額の 75.9%であった。B 株発行企業は 11 年 7 月末で 108 社。時価総額は 1,917 億元（298 億米ドル）と、全上場銘柄（A+B）の 0.7%に過ぎない。

上場企業の選定

責任推薦制の導入

CSRC は 03 年年末に「証券発行上場責任推薦制度暫定方法」を発表し、04 年 2 月初めから上場候補企業の推薦方法として、「責任推薦制」を導入することを決定した。

「証券発行上場責任推薦制度暫定方法」の骨子は、以下の通りである。

責任推薦機関・代表人が上場候補企業の健全性に責任を負う

- ① 上場候補企業の選定・推薦を行う責任推薦機関と責任推薦代表人の登録制度を作り、責任推薦機関だけではなく、責任推薦代表人となった個人（責任推薦機関の従業員）が、企業の株式発行・上場に責任を負う（具体的には上場候補企業の質・健全性に責任を負う）。責任推薦機関・責任推薦代表人の資格取得には、従来の主幹事証券会社や一般の証券業従業員より高いハードルが課され、CSRC はこの責任推薦機関・責任推薦代表人の名簿を公開する。

上場後も継続フォロー

- ② 責任推薦期間は「職責遂行推薦期間」と「監督指導継続期間」に分けられる。CSRC がその企業の上場申請書類を正式に受理してから上場日までが「職責遂行推薦期間」である。「監督指導継続期間」は新規公開の場合、当該会社の上場年度とその後の 2 会計年度（新興企業ボードは 3 会計年度）、上場後の新株・転換社債発行の場合は、上場年度とその後の 1 会計年度（新興企業ボードは 2 会計年度）となる。新規公開発行後の「監督指導継続期間」において、責任推薦機関と責任推薦代表人は、上場企業が規範のある運営をし、上場前の承諾事項を守り、情報開示義務を守っているかなどを継続的にフォローし、企業の健全性が維持されるように指導しなければならない（新興企業ボードの場合、株式発行人による年度・中間決算発表後 15 営業日以内に、責任推薦機関は CSRC が指定したウェブサイトに監督指導項目関連のフォローアップ・レポートを発表し、企業の健全性にかかわる項目について分析を行い、独立意見を発表しなければならない）。
- ③ 責任推薦機関と責任推薦代表人は、(a) 上場候補企業の推薦を CSRC に行く前に、発行人に対する指導（上場企業として相応しい企業となるための指導）と

綿密な調査を実施し、(b) CSRC に提出した書類に虚偽の記載、誤解を生む表現、重大な遺漏がないことを保証する、(c) 推薦文のなかで、発行人の情報公開の質、支配株主からの独立性、持続的な経営能力などがあることを示す、ことなどが求められる。

- ④ 責任推薦機関と責任推薦代表人に法律違反、規則違反があれば、行政処分や法律に拠る責任を追及するほか、「証券発行上場責任推薦制度暫定方法」の規定に違反した場合にも、その責任推薦機関と責任推薦代表人が提出した上場推薦を、一定期間不受理とし、規定違反が著しい場合は、資格取り消しなどの処置を採る。

ブックビルディング制の導入と改善

「証券発行と引受管理方法」の発行

06 年 9 月 19 日発効の「証券発行と引受管理方法」(CSRC) は、企業の証券市場を通じた資金調達における発行価格の決定、引受、割り当て、売り出し、情報開示などについて規定したものである。「証券発行と引受管理方法」の発効により、「株式新規公開の際にブックビルディング方式を試行することに関する若干の問題の通知」(05 年 1 月 1 日発効) は、廃止された。

国内 IPO 時の株式発行価格の決定方法や上場プロセスの変遷を整理すると以下の通りとなる。

(04 年 12 月末以前)

発行価格は発行人と引受主幹事会社(スポンサー)が決定し、CSRC が審査・認可を行う。発行価格 PER を算出する際の一株利益(EPS)は、「非経常性損益(ほとんどの場合は利益)を含む純利益 ÷ 新株発行前の株式数」を用いて算出していた。

(05 年 1 月 1 日～06 年 9 月 18 日)

ブックビルディング制の導入

ブックビルディング制の導入。主な内容は、(1) 株式発行人とスポンサーが、価格諮問対象機関(発行人とスポンサーが指定する機関投資家 20 社以上。4 億株以上の新規公開の場合は 50 社以上)に対する発行価格の仮諮問を行い、(2) 発行人とスポンサーは、仮諮問を基に発行価格帯を設定し、(3) CSRC の認可を受けた機関投資家を対象に、発行価格帯の範囲内でブックビルディングを実施し、発行人とスポンサーが発行価格を決定する。(4) ブックビルディングに参加した機関投資家への割り当ては、公開発行株式数が 4 億株未満の場合は公開発行株式数の 20% 以下、4 億株以上の場合には 50% 以下であり(例外規定あり)、株式上場日より 3 ヶ月以上のロックアップ期間が設けられる。なお、未割当株については、一般投資家(機関投資家 + 個人投資家)に同一価格で売り出される(ロックアップ規定なし)。なお、発行価格 PER を算出する際の EPS は、「非経常性損益を控除した純利益と、控除しない純利益のうち、いずれか低い方 ÷ 新株発行後の総株式数」を用いて算出することになった。従来の方では、EPS が二重(利益額と株式数)の意味で水増しされ、発行価格 PER が人為的に低く見せかけられていたが、05 年以降は同じ PER であれば、新規公開企業の資金調達額は減少する一方、投資家にしてみれば、発行価格 PER と市場 PER の直接比較が合理的な意味を持つようになったといえる。

(06年9月19日以降)

ブックビルディング 制の改善

「証券発行と引受管理方法」に基づき従来のブックビルディング制を改善。従来のブックビルディング制からの主な改善・変更点は、①深圳証券取引所の中小企業ボード上場銘柄については、発行価格の仮諮問後に直接発行価格を決定し、機関投資家を対象とするブックビルディングは実施しない。これによって株式の上場プロセスが4営業日短縮される。なお、中小企業ボード以外の上場銘柄については、従来通り仮諮問に基づき発行価格帯が設定され、機関投資家を対象としたブックビルディングを実施して、発行人とスポンサーが発行価格を決定するというプロセスを踏む。②従来はブックビルディングに参加した機関投資家に株式を割り当てた後に、日を改めて、一般投資家(機関投資家+個人投資家)を対象に同一価格で売り出しが行われていたが、今後はこのタイムラグをなくす。すなわち、機関投資家への割り当てと一般投資家への売り出しが同時に行われることになり、これによって、株式の上場プロセスは2営業日短縮される(一般投資家への売り出し時に発行価格が決まっていなければ、発行価格帯の上限で株式の購入申請を行い、上限より低い価格で発行価格が決めた場合、差額は返却される)。これは、現行の香港の制度に合わせたものであり、「A株・H株の同時上場」に配慮した措置である。

個人投資家への配慮

中国では、ブックビルディングに参加する資格を有する機関投資家に比べて、一般投資家の方が数的には桁違いに多く、人気株であればあるほど一般投資家の購入機会は低くなるという問題が生じていた(ブックビルディングの場合、発行価格以上の入札者に購入希望株数に応じて比例配分されるのに対して、一般投資家への売り出しの場合、抽選に当たらなければ購入することはできない)。従来の制度では、資金力に優れる機関投資家は、ブックビルディングによる割り当て後に、改めて、一般投資家向けの売り出しに参加し、「当選チャンス」を高めることが可能であったが、今後は、機関投資家向けの割り当てと一般投資家向けの売り出しが同時に実施されるために、その資金は分散されることになる。

さらに、「証券発行と引受管理方法」では、一定規模以上の案件で一般投資家向けの応募倍率が基準以上となった場合は、機関投資家への割り当て分から一部を一般投資家向けの売り出しに回して、一般投資家の当選確率の引き上げを目指すことが明記されている。

大型IPOは戦略投資家 への割当が可能

この他の改善点は、発行株式数が4億株以上の大型案件の場合に、①戦略投資家への割り当てが可能である、②グリーンシュエ制度を導入する、との規定を設けたことである。①は、株式市場への長期資金の流入を促す役割が期待されており、ロックアップ期間は1年以上である(他の投資家のロックアップ期間は、ブックビルディングに参加した機関投資家は3ヵ月以上であり、一般投資家に売却期間制限はない。また、戦略投資家は仮諮問やブックビルディングに参加することはできない)。なお、公開発行株式数が4億株以上の場合、ブックビルディングに参加した機関投資家への割り当ては、戦略投資家への割り当て後の株式数の50%以下と規定されるなど、戦略投資家の導入を別枠と捉え、便宜を図っている。ちなみに、公開発行株式数が4億株未満の場合、戦略投資家の導入は想定されておらず、ブックビルディングに参加した機関投資家への割り当ては、従来規定どおり、公開発行株式数の20%未満とされた。

追加売り出し制の導 入

②のグリーンシュエ制度は、01年9月3日付けの「超過割り当て選択権テスト意見」(CSRC)に基づいて行われる。同意見によれば、超過割り当て選択権とは、発行人に権利を授けられたスポンサーが、投資家に対して引受株数の15%以内の追加売り出し

を行うことができる権利である。追加売り出し契約が結ばれた株式は、株式上市日から 30 日以内に、(1) 株価が発行価格を下回る局面では、スポンサーが追加売り出しで獲得した資金を用いて市場から買い入れて（追加売り出し株数の減少）、購入申請をしている投資家に割り当てるか、(2) 株価が発行価格を上回る局面では、発行人に対して追加発行を要求して（権利行使）、購入申請をしている投資家に割り当てることになっている。グリーンシュエは、大型案件において、需要を踏まえた引受株の消化や売り出し後の需給の悪化を防止する効果が期待されている。

(09 年 6 月 11 日以降)

個人投資家の投資機会 の拡大

CSRC は、09 年 6 月 10 日付で、「新株発行体制をさらに改革・改善することに関する指導意見」（発効は 09 年 6 月 11 日）を発表した。主な内容は、①発行価格決定方法のさらなる市場化（機関投資家による発行価格仮諮問とブックビルディングにおける購入申請価格を基本的に一致させ、価格設定の透明性を向上するなど）、②一般投資家への売出方法の改善、③一般投資家への売出の際に、一口座当たりの申し込み上限を設定（基本的には一般投資家への売出株数の千分の 1 以下）、④投資リスクの特別公告の義務化などリスク提示の強化、である。

②について、既述のように、06 年 9 月 19 日の「証券発行と引受管理方法」発効後は、割り当てと売出は同時に行われるようになり、機関投資家の資金は分散されたが、機関投資家への 2 度の購入チャンスは温存されたままであった。今回の指導意見では、ブックビルディングによる割り当て、もしくは一般投資家への売出のいずれか一方のみの申し込みが可能とされ、ブックビルディングに参加した機関投資家は、一般投資家を対象とする売出には参加することができなくなったのである。個人投資家の投資機会の拡大に配慮したものと見えよう。

さらに、CSRC は、「新株発行体制改革を強化することに関する指導意見」と「証券発行と引受管理方法の修正に関する決定」を発表した（いずれも発効日は 10 年 11 月 1 日）。このなかでは、(1) 中小企業ボードと新興企業ボードの新株発行時の購入申し込みについて、従来は購入申請を行った機関投資家全てに株式が割り当てられていたが、今後は機関投資家 1 社当たりの購入株数を事前に決定し、抽選によって、購入可能な機関投資家の数を絞り込む方式に変更する、(2) 発行価格決定の情報公開を強化するために、発行人とスポンサーは発行価格諮問対象機関による購入申請価格を公表する、(3) 新興企業ボード上場銘柄は、中小企業ボードと同様に、発行価格の仮諮問後に直接発行価格を決定し、機関投資家を対象とするブックビルディングは実施しない、ことなどを決定した。

上場企業数、上場銘柄数の推移（単位：社、銘柄）

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011.07
全国	上場企業数	1,088	1,160	1,224	1,287	1,377	1,378	1,421	1,530	1,604	1,700	2,063	2,249
	上場銘柄数	1,124	1,240	1,310	1,372	1,463	1,464	1,507	1,616	1,690	1,786	2,149	2,335
	A株	1,010	1,130	1,199	1,261	1,353	1,355	1,398	1,507	1,581	1,678	2,041	2,227
	B株	114	110	111	111	110	109	109	109	109	108	108	108
上海	上場企業数	572	646	715	780	837	834	842	860	864	870	894	917
	上場銘柄数	614	690	759	824	881	878	886	904	908	914	938	961
	A株	559	636	705	770	827	824	832	850	854	860	884	907
	B株	55	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54
深圳	上場企業数	516	514	509	507	540	544	579	670	740	830	1,169	1,332
	上場銘柄数	510	550	551	548	582	586	621	712	782	872	1,211	1,374
	A株	451	494	494	491	526	531	566	657	727	818	1,157	1,320
	B株	59	56	57	57	56	55	55	55	55	54	54	54

(出所) 上海証券取引所、深圳証券取引所データより大和総研作成

株式時価総額の推移（単位：億元）

	総計			上海証券取引所			深圳証券取引所		
	A株	B株	合計	A株	B株	合計	A株	B株	合計
2000	47,456	635	48,091	26,596	335	26,931	20,859	301	21,160
2001	42,246	1,277	43,522	26,935	656	27,591	15,311	621	15,932
2002	37,527	803	38,329	24,921	442	25,364	12,605	360	12,965
2003	41,520	937	42,458	29,401	404	29,805	12,120	533	12,653
2004	36,309	746	37,056	25,714	300	26,014	10,595	446	11,041
2005	31,811	620	32,430	22,856	240	23,096	8,954	380	9,334
2006	88,114	1,290	89,404	71,118	494	71,612	16,996	796	17,792
2007	324,588	2,553	327,141	268,497	1,342	269,839	56,090	1,212	57,302
2008	120,567	800	121,366	96,875	377	97,252	23,691	423	24,115
2009	242,127	1,812	243,939	183,800	855	184,655	58,327	957	59,284
2010	263,221	2,202	265,423	178,000	1,007	179,007	85,221	1,195	86,415
2011.07	261,464	1,917	263,381	176,747	908	177,655	84,717	1,009	85,726

(出所) 上海証券取引所、深圳証券取引所データより大和総研作成

業種別時価総額（単位：億元）（2011年7月末）

	上海			深圳	
	金額	構成比		金額	構成比
農林水産業	1,510	0.8	農林水産業	1,322	1.5
採掘業	37,663	21.2	採掘業	3,277	3.8
製造業	49,681	28.0	製造業	55,628	64.9
食品・飲料	5,629	3.2	食品・飲料	6,916	8.1
紡績・服装	2,032	1.1	紡績・服装	1,623	1.9
木材・家具	182	0.1	木材・家具	295	0.3
製紙・印刷	543	0.3	製紙・印刷	1,036	1.2
石油・石化	5,631	3.2	石油・石化	8,191	9.6
電子	1,685	0.9	電子	6,025	7.0
金属・非金属	11,165	6.3	金属・非金属	8,828	10.3
機械・設備	17,307	9.7	機械・設備	15,684	18.3
医薬品	5,163	2.9	医薬品	5,763	6.7
その他製造業	343	0.2	その他製造業	1,268	1.5
公益・エネルギー	6,224	3.5	公益・エネルギー	1,700	2.0
建築	4,468	2.5	建築	1,710	2.0
交通運輸	9,035	5.1	交通運輸	974	1.1
IT	4,168	2.3	IT	5,337	6.2
小売卸売	4,793	2.7	小売卸売	4,513	5.3
金融保険	49,908	28.1	金融保険	2,847	3.3
不動産	4,767	2.7	不動産	4,171	4.9
社会サービス	1,772	1.0	社会サービス	2,433	2.8
メディア	825	0.5	メディア	629	0.7
総合類	2,841	1.6	総合類	1,184	1.4
合計	177,655	100.0	合計	85,726	100.0

(出所) 上海証券取引所、深圳証券取引所データより大和総研作成

時価総額上位10社（単位：億元）（2011年7月末）

時価総額上位10社（上海）（単位：億元）

会社名	業種	時価総額	構成比
1 中国石油 (H)	石油	17,293	9.7
2 工商銀行 (H)	銀行	11,145	6.3
3 農業銀行 (H)	銀行	7,881	4.4
4 中国銀行 (H)	銀行	6,022	3.4
5 中国石化 (H)	石油化学	5,433	3.1
6 中国神華 (H)	石炭	4,896	2.8
7 中国人寿 (H)	保険	3,688	2.1
8 招商銀行 (H)	銀行	2,182	1.2
9 貴州茅台	アルコール	2,146	1.2
10 中国平安 (H)	保険	2,130	1.2
10社合計		62,815	35.4
時価総額		177,655	100.0

(注) HIはH株発行企業

(出所) 上海証券取引所データより大和総研作成

時価総額上位10社（深圳）（単位：億元）

会社名	業種	時価総額	構成比
1 五糧液	アルコール	1,442	1.7
2 洋河株式	アルコール	1,238	1.4
3 万科 (B)	不動産	906	1.1
4 塩湖株式	化学肥料製造業	876	1.0
5 広発証券	証券	873	1.0
6 蘇寧電器	小売卸売	869	1.0
7 西山煤電	石炭採掘	728	0.8
8 中聯重科 (H)	機械製造	725	0.8
9 攀鋼鈦鉄	鉄鋼	697	0.8
10 瀘州老窖	アルコール	670	0.8
10社合計		9,024	10.5
時価総額		85,726	100.0

(注) BIはB株発行企業、HIはH株発行企業

(出所) 深圳証券取引所データより大和総研作成

上海市場の株式売買代金、出来高（単位：億元、億株）

年	株式売買代金						売買高		
	取引日数	A株 期間 合計	1日 平均	取引日数	B株 期間 合計	1日 平均	A株	B株	合計
2000	239	31,030	129.8	239	344	1.4	2,311	127	2,438
2001	240	19,877	82.8	240	2,833	11.8	1,430	390	1,820
2002	237	16,442	69.4	237	517	2.2	1,694	88	1,781
2003	241	20,541	85.2	241	283	1.2	2,633	60	2,693
2004	243	26,229	107.9	243	241	1.0	3,551	57	3,608
2005	242	19,061	78.8	242	179	0.7	3,927	60	3,987
2006	241	57,245	237.5	241	571	2.4	10,124	160	10,284
2007	242	301,960	1,247.8	242	3,474	14.4	23,931	394	24,325
2008	246	179,762	730.7	246	668	2.7	16,207	104	16,312
2009	244	345,443	1,415.8	244	1,069	4.4	33,477	203	33,680
2010	242	303,216	1,253.0	242	1,096	4.5	25,812	152	25,964
2011.1~7	140	167,886	1,199.2	140	553	4.0	14,091	84	14,174

(出所) 上海証券取引所データより大和総研作成

深圳市場の株式売買代金、出来高（単位：億元、億株）

年	株式売買代金						売買高		
	取引日数	A株 期間 合計	1日 平均	取引日数	B株 期間 合計	1日 平均	A株	B株	合計
2000	239	29,249	122.4	231	204	0.9	2,247	74	2,321
2001	240	13,365	55.7	234	2,231	9.5	1,034	299	1,332
2002	237	10,700	45.1	237	331	1.4	1,166	69	1,235
2003	241	10,729	44.5	241	562	2.3	1,360	111	1,470
2004	243	15,347	63.2	243	516	2.1	2,122	98	2,220
2005	242	12,038	49.7	242	387	1.6	2,544	93	2,637
2006	241	31,972	132.7	241	680	2.8	5,684	177	5,861
2007	242	152,811	631.5	242	2,311	9.5	11,753	326	12,078
2008	246	86,128	350.1	246	555	2.3	7,706	114	7,820
2009	244	188,446	772.3	244	1,029	4.2	17,172	255	17,427
2010	242	240,250	992.8	242	1,072	4.4	15,994	194	16,188
2011.1~7	140	120,283	859.2	140	407	2.9	7,947	63	8,011

(出所) 深圳証券取引所データより大和総研作成

6. 投資家

口座開設数は約2億

株式の取引にあたっては、中央振替決済機構に口座を開設する必要があるため、投資家の動向はある程度把握できる。11年7月末の証券口座開設数は1億9,731万口座。その99.7%が個人名義によるものである。証券口座開設数は、2006年12月以降急増し、2007年年間では6,033万口座の増加を記録した。

中国の株式市場は07年10月16日を史上最高値に大幅調整を余儀なくされたため、08年の証券口座増加数は1,311万口座にとどまった。09年は1952万口座、10年は1,709万口座の増加となっている。

証券口座開設数（単位：万口座）

	合計		A株			B株			ファンド		
		増加数	A株計	個人	機関	B株計	個人	機関	ファンド計	個人	機関
2000	6,123.23	—	5,877.42	5,851.76	25.66	27.22	25.73	1.49	218.58	218.57	0.01
2001	6,898.67	775.44	6,531.43	6,500.98	30.45	147.84	146.26	1.58	219.40	219.38	0.02
2002	6,841.84	-56.83	6,669.14	6,638.31	30.83	153.95	152.37	1.58	18.74	18.72	0.02
2003	6,981.24	139.40	6,803.53	6,771.35	32.18	157.49	155.89	1.60	20.23	20.21	0.02
2004	7,215.74	234.50	6,945.87	6,912.65	33.22	160.24	158.55	1.69	109.61	109.03	0.58
2005	7,336.07	120.33	7,028.13	6,994.12	34.01	161.31	159.60	1.71	146.63	145.61	1.02
2006	7,854.01	517.94	7,317.55	7,281.29	36.26	164.54	162.67	1.87	371.90	370.32	1.58
2007	13,887.00	6,032.99	11,052.96	11,006.06	46.91	234.29	232.19	2.10	2,599.75	2,597.58	2.17
2008	15,197.99	1,310.99	12,123.54	12,074.93	48.61	240.33	238.02	2.32	2,834.12	2,831.67	2.45
2009	17,149.66	1,951.67	13,781.78	13,727.72	54.06	246.08	243.72	2.36	3,121.80	3,118.79	3.01
2010	18,858.24	1,708.58	15,204.04	15,146.04	58.01	249.95	247.45	2.50	3,404.25	3,400.57	3.67
2011.01	18,954.16	95.92	15,278.78	15,220.51	58.27	250.21	247.68	2.53	3,425.17	3,421.45	3.72
2011.02	19,068.92	114.76	15,371.49	15,313.01	58.47	250.46	247.91	2.55	3,446.97	3,443.23	3.75
2011.03	19,289.10	220.17	15,547.28	15,488.34	58.93	250.80	248.22	2.57	3,491.02	3,487.16	3.86
2011.04	19,407.28	118.18	15,636.62	15,577.53	59.09	251.01	248.43	2.58	3,519.65	3,515.73	3.92
2011.05	19,520.93	113.65	15,717.88	15,658.63	59.25	251.18	248.58	2.60	3,551.87	3,547.90	3.97
2011.06	19,634.80	113.88	15,806.18	15,746.62	59.55	251.32	248.72	2.60	3,577.30	3,573.26	4.04
2011.07	19,730.66	95.86	15,880.63	15,820.90	59.72	251.44	248.82	2.62	3,598.60	3,594.51	4.09

(注) 2002年の口座開設数の減少は、違法口座の閉鎖による

(出所) 中国証券登記決済有限責任会社資料より大和総研作成

7. 証券税制

7-1 配当課税

A株の配当課税は実質10%に低減

80年9月10日公布の「個人所得税法」及び92年6月12日に国家税務総局が公布した「株式制試行企業の徴税に係る問題に関する暫定規定」によると、株式制試行企業が個人に分配する現金配当については20%の所得税が源泉徴収される。ただし、中国財政部、国家税務総局は、05年6月13日付けの「配当金にかかる個人所得税に関連する通知」の中で、個人投資家が上場会社から受け取る配当について、配当金の50%のみを課税対象とすることを発表し、即日実施している（配当にかかる所得税率は事実上10%に引き下げ）。

一方、外資株（B株）については、国家税務総局が93年7月21日付けで発表した「外商投資企業、外国企業および外国個人が取得した株式（ストックオプション）の譲渡益および配当所得の課税問題についての通知」に基づき、B株の配当その他の分配について、中国国内で徴収される個人所得税は免除されていたが、この通知は11年1月4日付けで失効した。今後の扱いはA株と同じになり、事実上10%の配当課税となる。

非居住者企業が受け取る配当に、10%の企業所得税を課税

なお、配当課税ではないが、非居住者企業への企業所得税課税については、留意が必要である。08年1月1日発効の「中華人民共和国企業所得税法」、「同実施条例」によれば、「非居住者企業が中国域内に機構・場所を設立していなくても、あるいは

設立した機構・場所の所得が、その機構・場所と実際の関係がなくとも、所得の源泉が中国域内にある場合は、企業所得税を納めなければならない」としており、非居住者企業で中国国内に機構等がなくても、所得の源泉が中国にある場合は、企業所得税を納める必要があるとされた。基本税率は20%であるが優遇税率を適用するとしており、「実施条例」では、10%の軽減税率を適用する旨が明記されている。H株上場会社の08年の中間配当の際に、配当金に10%の企業所得税が課され、09年にはQFII（適格海外機関投資家）が中国国内企業から得る株式配当金・利息収入については、10%の企業所得税が課されるとされたのは、上記所得税法によるものである。株式配当金・利息を支払う中国国内企業が代理徴収し、非居住者企業には10%の企業所得税を控除した残りの90%が支払われることになる。

7-2 キャピタル・ゲイン課税

キャピタル・ゲイン課税は非課税

94年1月に発布された「個人所得税実施細則」は、個人が株式を売却したことによる譲渡益に関しては20%の所得税が課せられると規定している。しかし、94年6月に国務院財政部と国家税務総局が発布した「株式譲渡所得について暫時個人所得税を徴収しないことに関する通知」により、免税措置が採られ、11年7月末時点、キャピタル・ゲイン課税を実施しない方針は継続されている（中国ではこれまでにキャピタル・ゲイン課税を徴収した事実はない）。

税務総局は、外資株の投資家が外資株を売却したことによる譲渡益については個人所得税を免除すると規定している。

7-3 個人による売却制限付き株式の売却解禁前・解禁後の有償譲渡に20%課税

ロックアップ期間を設けられる個人投資家の株式譲渡益に20%の個人所得税を課税

財政部、国家税務総局、CSRCは09年12月31日付けで「個人が上場会社売却制限付き株式を譲渡するに当たって、個人所得税を徴収することに関する通知」を発表し、さらに、10年11月30日付けでその補充通知を発表した。

上記通知と補充通知の概要は以下の通りである。

- ① 10年1月1日より、個人が売却制限解除前・解除後の株式を譲渡する際に発生する譲渡益を財産譲渡所得とみなし、20%の税率で個人所得税を徴税する。個人が保有する売却制限株とは、(1) 上場会社の全株流通改革終了後、取引再開前に個人株主が保有する元々の「非流通株」、ならびに取引再開後売却解禁日までに分配・譲渡された当該株式、(2) IPOの際にロックアップ期間が設定された個人の保有する売却制限株、ならびに上場後売却解禁日までに分配・譲渡された当該株式、(3) 個人が機関投資家もしくは他の個人から取得した売却制限解除前の株式、(4) 個人が法律に基づき、家庭財産分割もしくは財産相続により取得した売却制限株、(5) 個人が保有する、グリーンシートからメインボード・中小企業ボード・新興企業ボードへと市場変更を行った売却制限株、(6) 上場会社の吸収合併に伴い、個人が保有する、吸収合併後存続側会社が解散側会社から承継した売却制限株、(7) 上場会社の分割に伴い、個人が保有する、分割後存続・新設の会社が会社分割前から承継した売却制限株、(8) 財政部、税務総局など関連部署が確定するその他の個人の保有する売却制限株、である。
- ② 個人所得税の徴収範囲となるのは、(1) 個人が証券取引所の自動売買執行システムもしくは大口取引システムで売却制限株を譲渡、(2) 個人が売却制限株をもとにETFを取得、(3) 株式公開買付に伴う個人による売却制限株の譲渡、(4) 個

人がキャッシュオプションを行使し、売却制限株を第三者に譲渡、(5) 個人による売却制限株の協議譲渡、(6) 個人保有の売却制限株が法律により没収、(7) 個人が法律に基づき、家庭財産分割もしくは財産相続による売却制限株所有権を取得、(8) 上場会社の全株流通改革に当たり、代理人としての大株主より流通株の株主に支払われた対価を個人が売却制限株で返済、(9) その他実質譲渡に相当する状況、である。

- ③ 個人が売却解禁株を譲渡する際に、毎回の譲渡収入から取得原価と諸費用・税金を差し引いた譲渡益を納税対象所得とする。納税人である個人が、完全な証憑を提供できない場合、譲渡収入（全株流通改革終了後の取引再開日終値、もしくはIPO 上場初日終値が基準）の 15%を取得原価と諸費用・税金とみなす。税金を代理徴収する証券会社の準備が整うまで、この方法で徴収し、完全な証憑を提出できる場合は、後日納税額を調整する。
- ④ 個人が上海証券取引所、深圳証券取引所で取引した株式の売却で得た譲渡益（キャピタル・ゲイン）については、引き続き個人所得税を免除する。

ロックアップ期間を設けられる個人投資家とは、上場会社の経営陣や創業者など、流通市場で株式を購入していない個人投資家のことであり、一般投資家は納税対象外である。納税対象は極々一部の個人にとどまることに留意したい。上記④で明記されているように、投資家が上海証券取引所、深圳証券取引所で取引した株式の売却で得たキャピタル・ゲインについては、個人所得税は引き続き免除とされる。

7-4 企業による売却制限付き株式の譲渡益に企業所得税を課税

企業による売却制限付き株式の譲渡益に企業所得税を課税

国家税務総局は、「企業が上場会社売却制限付き株式を譲渡するに当たり、企業所得税を徴収することに関する通知」を発表した。同通知は 11 年 7 月 1 日付けで発効している。

同通知の概要は以下の通りである。

企業が代理人として保有する、個人により出資した売却制限付き株式を譲渡する際に、譲渡収入から取得原価と諸費用・税金を差し引いた譲渡益を、企業の納税対象所得とする（企業所得税税率は 25%）。企業が完全な証憑を提供できない場合、譲渡収入（全株流通改革終了後の取引再開日終値、もしくは IPO 上場初日終値が基準）の 15%を取得原価と諸費用・税金とみなす。実質株主である個人が、企業から取得した企業所得税納税後の売却制限付き株式の譲渡収入は、納税対象所得とはしない（二重課税の防止）。

企業が売却制限解除前に売却制限付き株式を他の企業・個人（受取人）に譲渡する際は、譲渡収入から取得原価と諸費用・税金を差し引いた譲渡益を、当年度の企業の納税対象所得とする。受取人が企業から取得した企業所得税納税後の売却制限付き株式の譲渡収入は、納税対象所得としない。