

今回のテーマ

# 中国当局の市場改革は 投資家行動も変えるか？

## ポイント

- 市場管理当局は規制強化に舵を切り、上場企業には難しい環境に
- 今回の新しい規制が、投資家行動に与える影響にも注目

4月中旬、中国政府は資本市場の制度改革に関するガイドラインを発表した。同様の文書は、過去に2004年、2014年と2回出ており、今回は10年ぶり3回目となる。習近平体制のもとではトップダウンによる規制強化が際立っており、証券市場も例外ではない。昨年10月の共産党の金融工作会議では、党の指導強化を通じて「金融強国」をめざすとの決定がなされ、この流れにギアが入っている印象だ。今年2月には市場管理当局のトップも交代し、前後して関連規制も続々と改定されている。今回のガイドラインは、急速に進んできた制度改革のマイルストーンと言えるだろう。

## 資本市場の制度改革に関する ガイドラインの主な項目 (2024年4月発表)

1	全体目標
2	上場基準の引き上げ
3	上場企業に対する継続的監督の強化
4	上場廃止基準の執行厳格化
5	証券会社や投資会社に対する監督の強化
6	市場取引規制の強化と市場の安定性維持
7	中長期の投資資金の導入
8	改革開放の深化の推進
9	資本市場の発展へ向けた各部門との協力

(信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成)

## ガイドラインの内容は 上場企業への規制強化が際立つ

今回のガイドラインを含む一連の制度改革の過去との相違は、上場企業に対する規制の厳格化に注力していることだ。例えばIPO（株式の新規公開）では、上場要件とともに当局審査も厳格になった。もともと中国では企業の上場にも政府関与が大きかったが、証券会社や会計事務所にも政府方針の徹底を求め、申請段階で齟齬があった時点で厳しく責任を問う徹底ぶりだ。この結果、IPOの取り下げが続出しており、今年の1-3月期では、件数で約5割減、調達額で約6割減となった（ともに前年同期比）。既に上場している企業に対しても、財務情報の質や法定開示など従来から課題だった分野での改善を強く求め、甘いと言われてきた上場廃止基準の適応においても厳しい対応を打ち出している。

中国本土株式市場は35年弱の歴史しかないが、この間は基本的に、市場を通じた上場企業の育成が重視されてきた。重点が置かれたのは、国有企業の強化や外国資本の導入、政府が重視するテクノロジー分野の育成と、時期によって様々だったが、多様な企業が上場しやすい環境を作るという方向性は概ね一貫しており、結果、今日では上海と深センの両市場だけで5千社を超える企業が上場する状況となった。しかし今回の内容は、従来とは政府の姿勢がかなり変わっていることを示す。上場企業や金融業界にとっては、難しい環境になったと言えよう。

一方、投資家の角度からは、別の見方もできる。今回、上場企業に対して厳しくなった規制の中で、重点が置かれているのは「投資家利益の保護」と言える。市場当局の新責任者は、規制強化の目的を、上場企業と投資家層の強化、と表現する。上場企業については前述のとおり規制で締め上げて強くするという考え方なのだが、後者については、安心して投資できる環境を作ることによって安定した投資家層を形成することをめざす、というものだ。このため、企業には投資家を惹きつけるための努力が従来以上に要求される。例えば、企業の配当政策の在り方は従来から当局が重視してきたものだが、今回はその努力義務のレベルを引き上げ、配当水準が企業の財務状況に照らして不当に低いと当局が判断した場合、これを「特別扱い銘柄」（東証でいうところの監理銘柄に近い）に指定する、とした。企業には株価を適切に維持する努力が求められ、特に主要指数の構成銘柄については、市場が大幅に下落した際の自社株買いを株価政策として明記せねばならず、PBR（株価純資産倍率）1倍割れの企業については、決算報告でPBR改善に向けた方針の開示が義務付けられる。配当や自社株買いの政策を市場に委ねず、当局が強制的に実現させようとするあたりは、いかにも中国の現体制の思想を反映していると言える。

これに対する投資家の反応は悪くなく、新ガイドラインの発表翌日の上海総合指数は上昇した。背景にあるのは、上場企業に対する投資家の根深い不信だ。中国本土株式市場では長らく、上場企業の資金調達が重視される一方、投資家保護は十分ではない、と言われてきた。もともと、国有企業の資金不足を解決するために生まれた市場という出自もあり、ルール違反に対する処分は軽く、市場の新陳代謝を促す仕組みも弱いと言われてきた。今回のような、政府の強制力で投資家利益を守るというやり方は、反市場的ではあるものの、中国の投資家の角度からは、悪くないと映るのだろう。

## 今後、投資家行動に どう影響するかにも注目

こうした流れは、今後の中国本土株式市場における投資家の選好にも影響を与えるかもしれない。

中国株というと、深セン創業板に代表される成長株投資が注目を集めがちだったが、景気の低迷や不動産市場の不調などを受けて、成長株のパフォーマンスが冴えない中、足元では、エネルギーや金融などの高配当株に投資家の人気が集まっている。中国株の配当性向も、かつてに比べると上昇してきており、今回のような政府の取り組みが本格化するなら、高配当株人気の更なる追い風になる可能性が高い。

市場関係者と話した際、中国本土株式市場の改革は、日本において東証が進める改革と似ている、と言われることがある。日本の改革が中国と同じだと言われると、回答にやや困るが、制度改革を投資家が前向きに捉えているという点は、確かに同じかもしれない。この先、中国では、新政策が企業に与える影響のみならず、投資家行動へ与える影響も注目されることになるだろう。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。  
[www.nikkoam.com/products/column/china-insight](http://www.nikkoam.com/products/column/china-insight)