



# 中国における証券取引所の発展

## —競争力に基づく考察—<sup>1</sup>

李 永森\*

### 要約

1. 上海・深圳の両証券取引所は開設してから現在に至るまでの 20 年間、目覚ましい発展を遂げた。一方、海外では経済の一体化や金融のグローバル化・自由化が進み、世界の証券取引所は会員制組織から株式会社へと移行した。
2. 世界で証券取引所の株式会社への移行が始まった理由として、①取引所間の競争の激化により自国での独占状態が弱まったこと、②電子取引が導入されたことにより会員制の意義が低下したこと、③外部環境の変化に対応出来なかったことの 3 点が挙げられる。
3. 中国では、資本市場が急速に発展する一方で、証券取引所では多くの課題が浮き彫りとなった。特に証券取引所の位置付けが曖昧だったことがもたらしたコーポレートガバナンスの不明瞭さや、行政によるコントロールの強さは、証券取引所の国際競争力を大きく低下させた。
4. 証券取引所は金融システムの中核を担う重要な役割を持ち、今後、中国の資本市場が益々開放されていく中で、株式会社への移行に向けた長期的かつ短期的な発展目標を明確に定め、国際競争力の強化を図る必要がある。

## 1、中国における証券取引所の歩み

上海証券取引所と深圳証券取引所は、それぞれ 1990 年 12 月、1991 年 6 月に開設された。現在に至るまでの 20 年間、両証券取引所は目覚ましい発展を遂げた。

2010 年 11 月 15 日時点の上海証券取引所の上場企業数は 889 社（開設当初の上場企業数は 8 社だった）、上場証券は 1,593 銘柄、うち上場株式は 933 銘柄、株式時価総額は 18 兆 9,700 億元、流通株式（国有株などの非流通株を除いた自由に取引が出来る株式）時価総額は 14 兆 7,900 億元<sup>2</sup>に上る。上海証券取引所には中国経済のみならず世界経済にも大きな影響力をもたらす大型企業が多数上場している。時価総額が 100 億元以上の上場企業は 274 社、そのうち 29 社は 1,000

<sup>1</sup> 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2010 年第 12 期掲載の「中国における証券会社の発展：競争力に基づく考察」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛または抄訳としている場合がある。

<sup>2</sup> 上海証券取引所 HP

\* 李永森 中国人民大学金融証券研究所 研究員

億元以上である。中でも中国石油（ペトロチャイナ）の時価総額は 2 兆元、中国工商銀行の時価総額は 1 兆 2,500 億元に上る。投資家のすそ野も拡大し、2010 年 11 月 5 日時点の稼動口座数は 6,589 万口座<sup>3</sup>に達した。取り扱い証券も開設当初は株式のみであったが、現在では株式（人民元建て A 株、外貨建て B 株）に加え、投資信託（クローズドエンド型投資信託、上場投資信託（ETF））、国債（現物取引、レポ取引）、社債、証券化商品など多様化している。

一方、深圳証券取引所は主板（メインボード）のほか、2004 年 5 月に中小企業向けの中小企業板や、2009 年 11 月にベンチャー企業向けの創業板が創設されるなど多層的な資本市場が構築されている。2010 年 11 月 15 日時点の上場企業数は 1,125 社（主板 485 社、中小企業板 499 社、創業板 141 社）、上場証券は 1,532 銘柄、上場株式は 1,167 銘柄、株式時価総額は 8 兆 6,300 億元、流通株式時価総額は 5 兆 800 億元<sup>4</sup>となっており、稼動口座数は 6,523 万口座<sup>5</sup>に上る。上海・深圳の両証券取引所を合わせた株式時価総額は、2009 年末時点で 24 兆 3,900 億元<sup>6</sup>となり、国内総生産（GDP）33 兆 5,400 億元<sup>7</sup>に占める割合は 72.72%と、1991 年末の 0.51%から飛躍的に増加した<sup>8</sup>。また、国際取引所連合（World Federation of Exchanges; WFE）の統計によれば、2009 年通年の上海証券取引所の株式売買代金は 5 兆 619 億 9,000 万ドルに達し、東京証券取引所（3 兆 9,877 億 8,000 万ドル）やロンドン証券取引所（3 兆 4,025 億ドル）を抜いて、ナスダック（28 兆 9,513 億 5,000 万ドル）、ニューヨーク証券取引所（17 兆 7,845 億 9,000 万ドル）に次ぐ、世界第 3 位となった。また、アジアでは第 1 位となった。深圳取引所の株式売買代金は 2 兆 7,743 億 2,000 万ドルと、韓国取引所や香港証券取引所を抜いて世界第 6 位となった。開設後 20 年間でこれほどの発展を遂げたことは実に喜ばしいことである。

## II. 世界の証券取引所の株式会社化と変革をもたらした要因

上海・深圳の両証券取引所が誕生してから現在に至るまでの 20 年間、海外では経済の一体化や金融のグローバル化・自由化が進み、世界の証券取引所は会員制組織から株式会社へと移行した。

### 1. 世界の証券取引所の株式会社化

証券取引所は会員制組織と株式会社の 2 種類に分類される。技術革新や競争が一段と激しさを増す中、1993 年にストックホルム証券取引所が株式会社へ移行した。これをきっかけに、世界の証券取引所では体制改革や合併統合が進み、会員制組織から株式会社への移行が活発化した。ニューヨークやユーロネクスト、ロンドン、ナスダック、香港、東京などの世界の主要証券取引所の多くが株式会社へ移行し、次々と上場を果たした。

### 2. 証券取引所の組織体制に変革をもたらした要因

外的要因としては、技術革新により証券取引の電子化が進み、取引の規範性や運用効率が高

<sup>3</sup> 中国証券登記結算有限責任公司 HP

<sup>4</sup> 深圳証券取引所 HP

<sup>5</sup> 中国証券登記結算有限責任公司 HP

<sup>6</sup> 中国証券監督管理委員会 HP

<sup>7</sup> 国家統計局 HP

<sup>8</sup> 吳曉求ほか『市場主導型の金融システム：中国の戦略選択』中国人民大学出版社、2008 年

まったことが挙げられる。また、各国の資本規制が緩和されるにつれ、自国での独占状態が揺らぎ始め、証券取引所間の競争がより広範囲かつ高次元となり、証券取引所の運営効率の改善が迫られるようになった。内的要因としては、外部環境の変化に伴い会員制の証券取引所の従来の優位性が失われ、会員制の欠点が露呈されるようになり、株式会社の方が有利と考えられるようになったことが挙げられる。具体的には、次のような説明ができる。

第一に、競争の激化により会員制の証券取引所の自国での独占状態が弱まり、抛り所となる土台が揺らいだことである。金融のグローバル化や自由化が進み、各国の資本規制が徐々に緩和され、同時に資本市場の開放が進んだことで局地的な独占状態が解消されていった。その結果、各国の投資家や資金調達者は資金調達のための多様なプラットフォームの選択肢が与えられ、金融仲介業者の価格決定権が弱まった。また、技術革新に伴い立会取引という伝統的な取引方法から電子取引という新しいシステムへの移行が進み、証券取引所間の競争が激化した。多くの証券取引所は、この競争に対応するために株式会社へ移行することとなった。

第二に、電子取引は伝統的な取引方法で障害となっていた時間と空間の問題を解決し、会員制の仕組みそのものが必要とされなくなったことである。従来の立会取引は証券取引所での取引となるため、空間の制約が発生する。そこで、会員制の証券取引所は会員に指定席という特権を与え、立会場への入場資格を制限することでキャパシティの問題を解決した。しかし、電子取引の導入により立会取引が立会外取引へ、また有形の取引が無形の取引へ変化し、その結果、取引の時間と空間が大きく拡がり、取引コストも軽減され、証券取引所の指定席はもはや特権とは呼べなくなった。さらに、電子技術の発展により市場情報の発信・伝達が迅速になり、処理コストも軽減され、会員制を継続する必要性は一層薄れていった。

第三に、会員制の証券取引所が環境変化に合わせた役割転換を進めることが出来なかったことである。そもそも会員制の証券取引所は商業面の互助組織であり、所有権や支配権、商品・サービスの使用权が一体化した非営利組織である。意思決定は会員にあり、1 会員 - 1 票による集団議決で行われるが、会員数の増加に伴い意思決定の効率が低下し、会員間の利害が衝突するなど市場の変化に柔軟に対応することが困難となった。また、会員制の証券取引所は非営利組織であるため、利益の追求を運営の原動力にすることが出来ず、インセンティブの欠如が経営者の主体性や積極性を阻害し、取引所の運営効率や活力に影響を及ぼし適正な競争が困難となった。

## Ⅲ、中国の証券取引所が直面する問題：不十分な競争環境、競争力の不足

前述の通り、上海・深圳の両証券取引所は過去 20 年間、中国の資本市場の発展・拡大に大きく貢献した。一方、急速な発展と同時に多くの問題・課題が浮き彫りとなった。両証券取引所の位置付けは、長い間曖昧な状況が続いたためコーポレートガバナンスが不明瞭であった。また行政による独占・支配が強く、十分な競争環境が整備されず、競争力が不足・低下した。今後、資本市場が益々開放される中、中国の証券取引所がどの様に国際競争力を発揮していくかが懸念される。

### 1. 曖昧な位置付け、不明瞭なコーポレートガバナンス

2005 年に改訂された「証券法」第 102 条では、「証券取引所は証券集中取引のための場所と施設を提供し、証券取引の運営・監督を行う自主規制の法人である」と規定している。また、

2001年に改訂された「証券取引所管理弁法」第3条では、「証券取引所は本法の規定する条件によって設立されたものを指し、営利を目的とせず、証券集中取引および組織的取引のための場所と施設を提供し、国の法律・規定・政策が定める職責を履行し、自律的管理を行う法人である」と規定している。「上海証券取引所定款」第3条では、「本所は証券集中取引のための場所と施設を提供し、国の法律・規程・政策が定める職責を履行し、営利を目的としない自律的管理を行う会員制法人である」と規定している。「深圳証券取引所定款」第2条では、「本所は会員制で、非営利事業法人である」と規定している。以上のことから両証券取引所は会員制事業法人であることがわかる。証券取引所は、証券取引所および会員の利益追求によって取引の効率性や公平性が損なわれないよう、会員制を採用することで公正性と効率性を保証しているのである。

しかし、中国の証券取引所は営利目的ではないものの営利性が強く、会員制でありながら財産権の所在が曖昧で所属財産および利益は会員の所有に属さない。「証券取引所管理弁法」第17条では、会員総会は証券取引所の最高権力機関であると定めているが、実際の運営を見てみると、例えば、両証券取引所の理事長選出に当たっては、中国証券監督管理委員会（証監会）の指名を経てから取引所の理事会で議決、国务院の承認という流れになっている。また、総経理（社長）は証監会から直接任免されることになっている。証券取引所の会員総会は長い間開催されず、会員は取引所の人事決定権および意思決定権を事実上保有していない状態にもかかわらず、取引所の監督を受けなければならないという弱い立場に立たされている。また、会員の権利も保証されておらず、取引所の収支も不透明であり、効率的な監督管理体制が欠如している。一方、証券取引所は市場の第一線における監督管理者、つまり証監会の職務を代行する役割を担っているが、同委員会の出先機関でないことから、取引所としての位置付けが更に曖昧となり、どの立場を代弁すべきかというジレンマを抱えている。以上のことから、現在の上海・深圳の両証券取引所は、事実上、会員制の証券取引所とは言い難い。

## 2. 行政色の濃さ、独占度の強さ

中国の資本市場は現在、「政府主導型」から「市場主導型」への移行期で、株式発行体制が十分に発展していない。海外の成熟した市場の多くは、すでに届出制を採用しているが、中国では依然として行政色の濃い審査制を採用している（図表1）。上場企業としての資格審査や株式の発行規模、上場時期、上場先（証券取引所）などは証監会の意思決定が大きく反映され、証監会が企業の上場ペースを管理している。また、店頭市場が完備されていないため、多くの企業が列をなして上場審査待ちをしている状況が続いている。上場企業数および株式時価総額は、証券取引所の競争力にとって非常に重要である。さらに、上海証券取引所のメインボードは大型優良企業向けの株式市場、深圳証券取引所のメインボードや創業板は中小企業やベンチャー企業向けの株式市場という役割分担を行っているため、両証券取引所は上場企業を奪い合う必要がなくなり、本来存在すべきはずの競争すら消えてしまい独占度が更に強まっている。こうした状況は、証券取引所のサービス意識の向上や市場の効率化、競争力の強化に不利となる。

図表 1 各国の株式発行の審査承認制度

市場	発行時の 審査承認制度
上海証券取引所	審査制
深圳証券取引所	審査制
ニューヨーク証券取引所	届出制
ナスダック証券取引所	届出制
ロンドン証券取引所メインボード	届出制
ロンドン証券取引所 AIM 市場	届出制
香港証券取引所メインボード	届出制
香港証券取引所ベンチャー株市場	届出制

(出所) 中国証券監督管理委員会『中国資本市場発展報告』中国金融出版社、2008年

### 3. 資本市場の更なる対外開放と改善が期待される証券取引所の競争力

中国の証券取引所は行政支配が強い中で、海外証券取引所との競争が日に日に厳しさを増している。これまで、中国は資本市場の開放を限定的にしか行っておらず（国内企業の海外上場のみを認める一方通行型の開放）、海外証券取引所の株式会社化や市場競争の激化が中国の証券取引所にもプレッシャーを与えた。市場の受入能力や効率性、上場にかかる時間コスト、上場基準などを理由に多くの国内優良企業が海外市場での上場を選び、海外上場がブームとなった。海外上場を果たした企業の中には中国移動（チャイナモバイル）や中国電信（チャイナテレコム）、中国石油（ペトロチャイナ）、中国海洋石油、聯想集団（レノボ）といった大手優良企業のほか、搜狐、新浪、網易、百度、騰訊、新東方、携程網、盛大集団などといった新興企業も含まれている。国内上場を目指していた企業が海外上場を選んだ理由は様々であるが、中国の証券取引所が国際競争力に欠けているということは疑いようのない事実である。

上海証券取引所の国際板の創設によって、双方間での資金調達（中国企業の海外上場と海外企業の中国上場）が可能となるが、上海証券取引所は新興市場という中国の強みを十分に活用し、早急に国際競争力を強化しなければならない。また、高成長を続ける中国の株式市場と経済を予期して中国に拠点を設ける海外証券取引所が増えてきており、今後、国内上場ではなく海外上場を選択する企業が増える可能性があることも認識しなければならない。国際板の創設は、如何に海外企業を中国に誘致できるかという上海証券取引所の国際競争力が試されているとも言え、今後、益々厳しい競争が待ち受けていることだろう。国際競争力の強化は中国資本市場の国際化や国際金融センターの構築の成否にも関わる重要な課題である。

## IV. 中国の証券取引所の位置付けと発展目標

### 1. 位置付け：金融システムの中核を担う重要な金融機関

第一に、市場主導型の金融システムは、中国が戦略的に選択したものである。現在、中国経済は成長モデルの転換という歴史的な時期を迎えており、実体経済の急速な発展とそれを上回る金融業の発展は、中国経済を支える大きな両輪となっている。これは、現代的な金融システムを確立する上で極めて重要な戦略的な意味を持ち、実体経済が金融業により高い機能を求めたことが、金融制度改革の内的要因となった。また、長期的な戦略として、市場主導型の金融システムを構

築することで、リスクの分散や流動性の確保、経済成長による資産効果を最大限実現し、資源の最適な配分を図るべきである<sup>9</sup>。中国の市場主導型の金融システムは現在、理論と実践という両方面で日々進歩している。

第二に、資本市場は市場主導型の金融システムの中核を担っている。市場主導型の金融システムは、金融市場を土台として構築された金融システムであり、この金融システムの中の市場プラットフォームが基本的な役割を果たしている。また、資源の調整やリスクの分散、経済成長に伴う富の分配などの面において、独特な役割を持っており、金融市場の中心的な位置付けだけでなく、市場主導型の金融システムの屋台骨としての役割も担っている。

第三に、証券取引所は資本市場の中核を担っている。資本市場は取引所市場と店頭市場に分類され、取引所市場は取引所で組織的かつ集中的な取引を行う市場を指し、取引の場所と時間が制限されている。証券取引所は「公平、公開、公正」の原則に従い、売買価格は、売手・買手の両方による公開オークションをもとに、「価格優先の原則、時間優先の原則」によって決定される。これは資本市場の中で最も重要、かつ最も売買が集中する取引市場である。店頭市場に比べ公平性・効率性・透明性が高く、規範性・集中性・流動性もあり、厳重な監督・管理体制が取られている。このため、証券取引所は価格決定の中核および重要な投融资プラットフォームという資本市場の重要な役割を担っている。

第四に、取引所市場は証券取引所によって成り立っている。証券取引所は、取引所市場の運営者であり、市場の第一線における監督管理者でもある。取引に直接関わることはないものの、証券集中取引のための場所や施設の提供や投資家および資金調達者への資金調達プラットフォームの提供、取引所市場の運営・監督、証券取引に関する情報の提供など、市場の持続的かつ安定的な運営を支える土台となっている。

以上をまとめると、証券取引所は取引所市場の土台として、取引所市場は資本市場の中核として、資本市場は市場主導型金融システムの中核としての役割を担っているということである。中国は市場主導型金融システムを戦略的に選択すると決めた以上、証券取引所は金融システムの中核を担う重要な金融機関と位置付けられるべきである。開放的で透明性や安全性、効率性の備わった国際競争力のある証券取引所を構築することは、市場主導型の金融システムの戦略的目標の達成だけでなく、中国経済の健全な発展にもつながるからである。

## 2. 発展目標

マクロの観点から見た場合、証券取引所の競争とは金融リソースの確保や金融資産の価格決定権をめぐる争いであり、国家にとって金融業の影響力と支配力に関わる重要な問題である。また、海外の証券取引所の株式会社化が進む中、国内では上海・深圳の両証券取引所の株式会社化の呼び声が高まっており、証券取引所が抱える問題や資本市場開放後の外部による圧力を考えると、証券取引所の改革は非常に差し迫っていると言える。金融システム改革に当たっては、証券取引所が特殊な位置付けであることを十分に踏まえ、慎重かつ中国経済の体制改革で一貫して堅持してきた漸進性および協調性の原則を主張する必要がある。そして長期的な改革目標を明確にした上で、短期的な改革目標を重視すべきである。

<sup>9</sup> 吳曉求ほか『市場主導型の金融システム：中国の戦略選択』中国人民大学出版社、2008年

### 1) 長期目標：国有資本が支配権を持つ会社形態の証券取引所

株式会社形態の証券取引所は、企業統治構造が明瞭で責任と権限もはっきりとしており、活気に溢れている。営利を目的としているため、インセンティブ制度や罰則制度が確立し、サービス水準や意思決定の効率が高まり、イノベーションの原動力、競争力の向上に繋がっている。取引所が自社の長期的な利益と信用を確保するために、第一線における監督管理者としての職責を果たすこと、そして市場を安全かつ安定的に運営することは、国際競争に参加する上で必要不可欠であり、長期的に見れば株式会社への移行は必然的な選択と言えよう。

但し、証券取引所は国の現代的な金融システムの中核を担う金融機関であり、国の金融に対する支配権と金融の安全性を確保するためには、国有資本によって保証されなければならない。取引所を国有資本の支配下に置くことで社会的責任を担わせ易くなり、営利追求、公益性の欠如をある程度抑えることができる。この様な会社形態については、大型国有商業銀行が株式会社化した際に行われた制度改革を参考にできよう。また、会社形態の証券取引所の所有者（株主）は会社の出資者であり会員とは限らず、取引所の株式を保有している出資者が所有者（株主）である。取引所の会員は必ずしも所有者（株主）になる必要はなく、また、互助を目的とするために会員費を払うのではなく、取引所のサービスを受けるために会員費を払うのである。これは、取引所と金融仲介業者との良好かつ安定した協力関係を維持するのに有効で、従来の会員制組織とは異なるものである。

### 2) 短期目標：会員制の改革、競争力の向上

国有資本が支配する株式会社形態の証券取引所への移行は遠大な目標であるが、現時点の中国の資本市場は取引所を株式会社化するために必要な環境が十分に整っていない。発行体制は依然として行政色が濃く、このままの状態で行引所の株式会社化を進めれば、利益追求のために公益性が失われるなどの問題が発生すると考えられる。取引所の株式会社化は慎重かつ確実に、そして資本市場における他の改革との調和を図りながら進めるべきであり、単独で慌ただしく行うのは避けるべきである。また、短期的には既存の会員制を改革し、それぞれの職責と関係を明確にし、サービスの向上や市場メカニズムの効率化、競争力の強化を進め、資本市場の更なる開放に向けた準備を整えるべきである。

改革後の取引所は事業法人格を持つ金融機関となる。金融業への支配権を掌握する必要がある国有資本が筆頭株主となり、株式会社化後の収益を見込んで出資する投資家は一般株主となる。そして、株主総会を証券取引所の最高権力機関とし、証監会は株主総会を通じて国有資本の代理人として取引所の人事任免権や意思決定権を行使する。健全なインセンティブ制度や罰則制度を整備し、収益は主に取引所の発展のために使用する。会員と出資者を明確に区別し、会員は互助のためではなく、取引所のサービスを受けるために会員費を支払う。取引所は引き続き、第一線の監督管理者としての職責を果たす。こうすることによって証券取引所の競争力は大幅に強化されるだろう。具体的には、次のような説明ができる。

第一に、当面は事業法人体制を維持しながら会員制の改革を進め、企業統治構造を整備して、将来の株式会社化へ向けた準備を整える。

第二に、財産権を明確にして所属資産を整理し、既存会員の所有者としての権利を保証した上で、出資者として留まるか、あるいは有償で撤退するかを既存会員が選択できるようにする。選択が完了した後の取引所の資産は出資者に帰属し、将来の株式会社化に向けて国有資本の支

配下に入る。

第三に、会員の定義を新たに定め、会員の位置付けを明確にし、会員と出資者の資格を区別する。会員は出資者となる必要はなく、またその逆も同じである。会員が保有していた人事決定権や取引所の経営に関わる意思決定権などといった有名無実な権限を失効させる。会員は互助のためではなく、取引所のサービスを受けるために会員費を支払う。会員資格は取引所の財産権を持つことを意味しない。

第四に、株主総会は証券取引所の最高権力機関であり、取引所の人事任免権、重要事項の決定権、財務監督権を持つ。株主総会が開催されない期間は、理事会がこれらの権限を行使し、総経理（社長）が取引所の日常業務を運営する。また、インセンティブ制度や罰則制度を整備し、取引所の運営効率を高め、収益は主に取引所の発展のために使用する。各種のコスト基準を段階的に引き下げ、将来の競争へ向けた準備を整える。

第五に、監督当局の証券取引所に対する人事任免権を確立する。現在は証監会が事実上の人事任免権を掌握しているが、更に一步踏み込んで、筆頭株主（代理人は証監会）である国有資本が、株主総会を通じて取引所の人事任免権や意思決定権を行使できることをより明確にする。

第六に、証券取引所は引き続き証監会の監督管理下に入り、取引の第一線における監督管理者としての職責を果たす。また、監督管理業務と運營業務の分離を段階的に進める。

## 著者紹介

李 永森 (Li Yongsen)

中国人民大学金融証券研究所 研究員

1961年生まれ。1982年鉄道兵工程学院卒業、1986年中国人民大学卒業。

中国青年政治学院経済学部教授、中国青年政治学院金融研究所所長、中国人民大学金融証券研究所研究員および「資本市場評論」執行主編。

主要著書に『消費者ローン Q&A』、『現代金融：理論の探求と中国での実践』（共著）等がある。

- ・中国人民大学金融証券研究所は、中国の重点大学の一つである中国人民大学内に設置された金融分野・証券分野を研究するシンクタンクである。



Chinese Capital Markets Research