



# 中国の多層的資本市場の発展に不可欠な マーケットメイカー制度<sup>1</sup>

範 建軍\*

## 要約

1. 中国は長年にわたって計画経済体制を採っていたこともあり、マーケットメイカー制度に対する理解を欠いており、特に金融分野のマーケットメイカー制度に対する認識不足が著しい。このため、資本市場では OTC 市場の発展が取引所市場に比べて遅れている。
2. 金融市場におけるマーケットメイカー制度の発展には、マーケットメイカー制度に関する研究の強化、全面的な金融市場の発展戦略の策定、金融革新や新規参入に関する規制の段階的緩和、法律・制度の整備、監督管理の枠組み作り、金融商品に合わせた取引制度（オークション方式、マーケットメイカー方式、それらの併用）の選択、マーケットメイカーの育成や市場インフラの整備等が必要である。

## I、資本市場の二大運営モデル——マーケットメイカー方式とオークション方式

資本市場の運営方式は、オークション方式とマーケットメイカー方式の二つの基本モデルに分けられる。現在、世界各国の各種金融市場（債券市場と外国為替市場を含む）の運営はいずれもこの二種類の間形態であり、両者のバランスが市場によって異なっているのみである。また、西側諸国では、オークション方式とマーケットメイカー方式の違いは金融仲介者である「マーケットメイカー」が市場取引に参加するか否かに基づくものではないという考えが主流となっている。実際、マーケットメイカー（流動性の提供者）自体はいずれの市場にも存在する。二つの市場の主な相違は、取引の集中度や、流動性の提供者が取引の指示を出すタイミングである。

オークション方式の場合、取引は集中的に行われ、投資家は別の投資家から出された最も低い売り呼び値（ask-price）に基づいて株式を買い、最も高い買い呼び値（bid-price）に基づいて株式を売る。売り・買い双方が呼び値を出し、取引は投資家の間で直接行われる。このため、オークション方式の市場では、マーケットメイカーは投資家から出された呼び値の動向を観察しながら自らの呼び値を決める。この場合、マーケットメイカー間の主な競争は価格面ではなく、取引数量の面である。オークション方式の取引は、投資家からの売買注文を起点に行われるため、集

<sup>1</sup> 本稿は「中国の多層的資本市場の発展に不可欠なマーケットメイカー制度」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、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

\* 範 建軍 国务院発展研究中心金融研究所証券研究室 副主任

中的でかつ売買注文主導型の市場とされる。

一方、マーケットメイカー方式の場合、取引は分散して行われる。マーケットメイカー (Market Makers または Dealers) が1つの銘柄の買い気配と売り気配を同時に提示し、投資家はマーケットメイカーから示された売り気配で株式を購入するか、買い気配で株式を売却する (実際の取引価格は電話またはインターネットでの交渉で決定する)。つまり、マーケットメイカー方式では、取引は投資家とマーケットメイカー間で (時にはマーケットメイカー間で) なされ、マーケットメイカーが競い合うのは価格をいくらにするかである。

現在、世界の大規模な取引所は、オークション方式に比較的近い形で運営されている。中国の二大証券取引所もオークション方式である。一方、米国のナスダック市場やロンドン証券取引所はマーケットメイカー方式により近い形である。また、先進国で重要な地位を占める OTC 株式市場 (店頭取引。電話やインターネットを通じて実施される相対取引) は標準的なマーケットメイカー方式の市場である。このほか、世界の債券市場、外国為替市場は、大部分がマーケットメイカー方式を採用している。

1990年代以降、売買注文主導型のオークション方式と、気配値主導型のマーケットメイカー方式の優劣について、経済学者たちがさまざまな研究論文を発表している。しかし、この議論は、今なお一致した結論を得ていない。通常、オークション方式の市場取引は情報の透明性に優れ、投資家が意思決定の前に売り手と買い手双方の指値や成約数を確認することができ、多角的取引の形が取られる。一方、マーケットメイカー方式はこうした情報面の利点はなく、二者間の取引となる。この場合、投資家は意思決定の前に他の投資家の取引状況を知ることはできない。また、オークション方式では取引実行にかかるコストは低いが、マーケットメイカー方式の場合、売買価格の差 (スプレッド) がマーケットメイカーの収益となるため、投資家の取引コストは増大する。

しかし、マーケットメイカー方式には、専門のマーケットメイカーが取引に参加しているため、株式の流動性や取引量を拡大できる利点もあり、この点は情報開示の不十分な小型銘柄にとっては貴重である。実際、マーケットメイカーが市場にとって重要な理由は、投資家に流動性を提供する機能を担っている点にある。例えば株式市場において、各マーケットメイカーには、提示した気配 (または気配値を基に投資家との交渉で決めた価格) で投資家が売却する株式を買い入れ、また、投資家が株式を購入する場合は、自身の在庫から株式を売却する義務がある。また、マーケットメイカー方式の市場は、企業の情報の取り扱いという面で、取引所より遥かに高い能力を持っている。実際、マーケットメイカーは各銘柄について、企業の情報を非常に熱心に収集している。一方、取引所はこれらの情報を収集する熱意に乏しい。このため、マーケットメイカー方式の市場が多数の株式取引に対応できる。

ところで、株式市場の発展を深く考慮しないまま、オークション方式とマーケットメイカー方式との経済的利点を単純に比較しても、発展途上国の参考にはあまりならない。なぜならば、発展途上国にとって差し迫った課題は、すでに成熟した取引市場を効率化させるための運営メカニズムの選択 (こうした選択は比較的高度に発展した全国レベルの市場でこそ意義がある) ではなく、運営メカニズムの選択を通じて国内での多層的株式市場を育成し、ひいては志向や種類の異なる各企業の資金調達ニーズを満足させることだからである。

## II、中国のマーケットメイカー制度の発展をめぐる現状と課題

中国は長年にわたって計画経済体制を採っていたため、マーケットメイカー制度に対する理解を欠いており、特に金融分野のマーケットメイカー制度に対する認識不足が著しい。そのため、資本市場では OTC 市場の発展が取引所に比べて遅れており、実体経済の発展と比べると、さらに遅れている。

中国で金融分野のマーケットメイカー市場が発達しない主因は、多層型の金融市場という全局的な角度からオークション方式、マーケットメイカー方式について深く研究する視点を金融当局が持っていないことにある。これら二方式の適用範囲や発展過程に対する認識が非常にあいまいで、中にはマーケットメイカー方式を得体の知れないものように扱う向きもある。しかし実際には、金融市場の二つの基本的取引方式は、いずれも商品市場に由来している。取引所方式の原型は商品の定期市であり、マーケットメイカー方式の原型は雑貨店である。商品市場のこうした二つの基本的市場形態を理解すれば、金融分野における取引所やマーケットメイカーの運営メカニズムや取引の特徴を理解することは容易である。

マーケットメイカー制度について論じる場合、しばしば単一の市場に限って議論しがちになるため、金融分野におけるマーケットメイカー制度の発展に対し、大局的な発展戦略を打ち出すことができないでいる。これこそ、中国のマーケットメイカー型市場の発展を妨げる根本的な障害と言えよう。商品市場と同様に、マーケットメイカー制度に依拠した OTC 市場を、株式、外国為替、マネーマーケット（手形）、債券、先物、金融デリバティブ、銀行、金、財産権などすべての金融取引市場、さらには取引所の OTC 市場にまで拡大するべきである。これらの分野が実際に OTC 市場の発展に適しているかどうかについては、段階的な規制緩和を進め、市場の自然淘汰に任せるべきである。

### 1. 中国におけるOTC資本市場の発展の経緯

現在、中国の金融分野の中でマーケットメイカー制度が最も遅れている（かつ経済発展への影響も最大である）のは株式の OTC 市場である。1981 年、深センにおいて民間部門で株式の店頭発行市場が自然発生的に現れたが、合法的な OTC 取引に対する政府規制が厳しかったことから、発行された株式を流通市場で取引させることはできないままだった。

1986 年時点で、株式を発行した中国企業はすでに数百社に達しており、そうした情勢に応える形で、一部の地方信託投資会社が証券の OTC 取引業務の代行サービスを開始した。1986 年 8 月には、遼寧省信託投資会社が現地の人民銀行の承認を受け、会社債券取引用の専門窓口を初めて設置した。1986 年 9 月には、中国工商银行上海支社の傘下にある信託投資会社が証券部門を設立し、「揚州工業公司」や「飛樂音響」の株式の店頭取引業務を始めた。しかし、正規の OTC 取引場での株価は金融当局の厳しい規制下にあったため、大多数の株式保有者は正規の OTC 窓口での株式売却を望まず、闇市場での取引を選択した。1990 年代初頭、金融当局は各種措置を打ち出して株取引の闇市場を一掃しようとしたが、効果をあげるまでには至らなかった。1990 年 12 月、上海証券取引所、深セン証券取引所が相次いで設立され、正規あるいは民間を問わず、すべての OTC 市場は取引所に取って替われ、萌芽期にあった株式の店頭取引はここで頓挫した。

1993年から1999年にかけて、上場の割当規制のため<sup>2</sup>、取引所で上場できない株式会社が非正規取引ルートで株式を発行した。これらの株式の流通を実現するため、一部の省の中心都市に地方証券取引センターが設立され、その数は数十に上った。しかし、1998年3月、国務院は、地方証券取引センターが国内金融システムの安定に悪影響を与え、特に地方証券取引センターのレボ業務が金融分野の秩序を著しく乱したとの認識から、中国証券監督管理委員会にすべての場外証券取引市場（地方証券取引センターも含む）を閉鎖させた。

1990年12月、法人株の流通や譲渡に場所を提供するため、国家体制改革委員会（当時）が旗振り役となり、米国ナスダック市場に類似した証券取引の自動気配値通知システム（STAQ: Securities Trading Automated Quotation System）の運用を始めた。このほかに1993年4月、中国人民銀行（人民銀行）は、法人株取引システムとして全国電子取引システム（NET: National Electronic Trading System）を設立し、通信衛星を通じて全国各地のコンピューター網をつなぎ、投資家向けに証券取引の呼び値の提示、取引、決済、引き渡し、委託管理などのサービスを提供した。ただし、設置後間もない1993年5月に、国務院証券委員会の決定により、STAQとNETの両システムによる法人株取引が整理対象となり、法人株のオンライン取引は一時凍結された。そして、1999年9月9日には、証券監督管理委員会はSTAQとNETを正式に閉鎖し、中国における株式OTC市場構築の動きは再度頓挫した。

このほか、1993年以降、中国では上場会社の従業員持株（3年間は譲渡不可）の場外取引市場が登場した。これは「一級半」<sup>3</sup>市場と呼ばれていた。しかし、従業員持株が徐々に譲渡可能になってゆき、また、政府が内部従業員株の新たな発行を禁止する規定を設けたため、この市場も次第に消滅していった。

中国の場外株式市場をめぐる経緯からも分かる通り、中国政府は国内株式市場の育成という問題について、何ら明瞭かつ長期的な発展戦略を持っていなかった。そして、民間で自然発生したOTC市場に対しては、積極的な支持策や規範化策を打ち出すどころか、規制、さらには禁止、閉鎖といった政策で対処してきた。このため、中国のOTC株式市場の発展は著しく阻害された。

中国でOTC市場発展への努力が実を結ばない理由は、中国の株式市場がOTC市場の発展に適さないためではない。（1）あまりに多くの国有資本がOTC株式市場に参加するため、マーケットメイカーの企業統治の欠如が大きなモラルハザードを生み、OTC市場（債券市場も含む）の失敗の根本的原因となっている一方、（2）監督管理と法律制度の不備も、株式OTC市場の最終的な失敗の大きな要因となっている。

株式（債券）のOTC市場が整理対象になったことは、企業（特に中小企業）の資金調達にとっては大きな痛手であり、中国の中小企業による直接金融の比率の低迷を招いた最大の原因と言える。中国の各種企業が、直接金融が困難な状況から完全に抜け出すためには、規模や種類の異なる各企業がいずれも直接融資を受けられる、「多層型」の資本市場の構築が不可欠である。先進国の経験によれば、このような「多層型」の資本市場を構築するためには、マーケットメイカー制度を運営の柱とするOTC市場の発展に力を入れる必要がある。さもなければ、国内中小企業の資金調達難の根本的解決は望めない。

<sup>2</sup> （訳注）当時は計画経済の名残で、上場についても割当があった。

<sup>3</sup> （訳注）名残で発行市場（「一級市場」）と流通市場（「二級市場」）の中間を意味する。

## 2. その他金融市場のマーケットメイカー制度の発展をめぐる現状

真のマーケットメイカー市場は、二層構造でなければならない。すなわち、①第一層のマーケットメイカー間を結ぶ卸売（ホールセール）市場と、②第二層のマーケットメイカーと投資家をつなぐ小売（リテール）市場で構成される市場である。中国が外国為替取引システムを土台に確立した全国外国為替市場、銀行間債券市場、銀行間マネーマーケット（手形）市場を詳しく観察すると、中国のこれらの大市場で試行されているマーケットメイカー制度は、第一層が存在しているものの、第二層、つまりマーケットメイカーと投資家をつなぐ小売市場がほとんどみられないことがわかる。実際は、マーケットメイカー制度を取引の柱とする OTC 市場は、第二層の市場が確立してこそ、その存在価値があると言える。このため、小売市場の不在は、中国がこれらの市場で推進するマーケットメイカー制度の大きな欠陥である。

マーケットメイカー市場の完成度という点から見れば、中国の金融分野のうち、マーケットメイカー制度が最も進んでいるのは銀行市場である。この市場には卸売市場（銀行間コール市場）もあれば、小売市場（預金・融資業務）もある。しかし、銀行市場のマーケットメイカー制度の完成度もまだ高いとは言えない。なぜなら、マーケットメイカー（銀行）の参入の面で、非常に厳しい規制が存在しており、十分に競争が行われている市場ではないからである。

銀行市場だけでなく、外国為替市場や債券市場においても、マーケットメイカーは主要な取引制度である。2002 年、国家外貨管理局は銀行間外国為替市場のユーロや香港ドルの取引を対象に、マーケットメイカー制度の試験運用を始めた。2005 年 11 月 24 日、国家外貨管理局は「銀行間外国為替市場マーケットメイカーのガイドライン（暫定）」を公表し、2006 年 1 月 1 日から、銀行間外国為替市場で直物の店頭取引を全面導入（集中取引も継続）することを決定した。これにより、中国国内の外国為替市場にマーケットメイカー制度が正式に導入された。銀行間外国為替市場のマーケットメイカー制度が確立したことで、市場参加者がますます拡大し、市場の流動性が高まり取引も活発になった。また、市場参加者が主体性を強め、相場に対する反応もより敏感かつ迅速になった。

現時点では、銀行間外国為替市場のマーケットメイカー制度の運営をめぐる主な問題として以下の三点を挙げることができる。（1）売買双方の全額（グロス）決済制度が、急激に増える取引量に追いつけなくなっており、国家外貨管理局はすでにネットでの決済制度の導入を検討し始めている。（2）取引主体が多様性を欠き、中国資本あるいは外資系の商業銀行が主体で、外国為替取引仲介業者、専門外国為替リテール業者が不足しており、中央銀行がマーケットメイカーの中で絶対的な主導権を持っている。（3）スポット取引のリスクをヘッジするツールが不足している。

一方、中国は、外国為替市場より先に、銀行間債券市場にマーケットメイカー制度を導入していた。2000 年 4 月 30 日、人民銀行は「全国銀行間債券市場債券取引管理弁法」を公表し、初めて「売買気配を提示する業者」という概念を打ち出し、承認を受けた金融機関は債券の売買気配提示の業務を認められるようになった。2001 年 8 月、人民銀行はまず商業銀行 9 社を選定し、これが中国の銀行間債券市場におけるマーケットメイカー制度の雛形となった。2002 年、銀行間債券市場の累計取引額は 10 兆元を超え、2008 年には 100 兆元の大台を突破した。2007 年 9 月、中国銀行間市場取引業者協会が発足し、2009 年 6 月現在、会員企業は 902 社に達した。銀行間債券市場のマーケットメイカーは創設から約 8 年を経て成熟度を増し、他の金融市場より優れた価格形成機能を発揮し、良好な運営状況を保っている。一方、主な問題としてはマーケットメイ

カーのリスク回避メカニズムが不足していること、債券商品が単一であること、債券のイールドカーブが不完全であることが挙げられる。

## Ⅲ、中国のマーケットメイカー制度の発展を妨げる主な障害

### 1. 思考の壁

金融当局はこれまで、マーケットメイカー制度を土台とする OTC 市場の重要性を十分には認識しておらず、全国的な取引所の整備にのみ注意を傾け、OTC 市場（特に OTC 資本市場）の発展に対しては、基本的に制限する姿勢を採ってきた。もちろん、中国の金融市場の発展や改革に伴い、関連部門も OTC 市場が中国の金融市場整備にとっていかに重要であるかを認識しつつあり、米ドル外国為替市場、銀行間債券市場、マネーマーケット、手形市場において意識的にマーケットメイカー制度を導入しつつある。

マーケットメイカー市場に対する注目度は取引所市場に比べてはるかに低く、取引所市場に比べて「クラスの低い」市場であるかのように扱われがちであるが、それは非常に誤った認識であると指摘しておく必要がある。先進国の金融市場の発展プロセスを振り返ると、金融市場発展の初期段階においても、高い水準に達した現在においても、マーケットメイカー市場（あるいは OTC 市場）はずっと金融市場の中核部分を担っており、市場規模・範囲において、取引所市場を大きく上回っていることがわかる。「クラスの低い」市場とされるマーケットメイカー市場ではあるが、育成には長い時間を要する点を認識しておくべきである。したがって、金融市場の発展戦略策定にあたっては、政府はより長期的な視野を持つことが求められる。取引所市場の整備を絶えず進めると同時に、OTC 市場育成のための制度的環境、法的環境、インフラを積極的に整え、規制緩和を通じてマーケットメイカー市場の発展を支え、質の高いマーケットメイカー陣を育ててゆく必要がある。

### 2. 政府と国有資本による金融・非金融分野への過剰な関与

政府と国有資本が市場に関与することの最大の問題は、多方面でモラルハザードを引き起こし得ることである。モラルハザードが起こる第一の理由は、政府と国有資本が金融市場に関する事を一手に引き受けると、投資家に「何か問題が起これば政府が面倒をみるだろう」という期待が生まれることにある。つまり、国家財政が市場の隠れた担保となるため、投資家は意思決定にあたって潜在的な利益のみを考え、潜在的なリスクを顧みなくなる。第二の理由は、国有の金融及び非金融部門の代理人にはモラルハザードを起こす動機が多分に存在することである。国有資本には明確な所有者が不在であるため、国有資本の代理人は衝動的なリスク投資に走りがちになる。また、「名誉面のインセンティブ」も欠くため、国有資本の代理人は短期的な利益を追い求めがちになり、金融詐欺や虚偽などの横行につながっている。

金融市場の規制緩和によりかつて生じた混乱は、民間資本の市場への参加が多すぎたためではなく、逆に民間資本の参加が少なすぎたために起きたものである。すなわち、市場に「事が起こった」主因は、市場が依然として国有資本の一人舞台である一方で、国有資本の代理人を制約する条件がないことにある。このため、必然的に彼らによるモラルハザードを招き、局地的、ひいては全体的な混乱を来すことになる。国有資産改革の遅れや国有資本の所有者の不在が、規制を緩和するなり金融市場が混乱した最も根本的原因である。

中国で、国有経済が依然として金融分野を独占している主因は、われわれが市場経済というもの基本的な論理を完全には理解しきっていないためである。アダム・スミスの「見えざる手」の原理に照らせば、社会の構成員が自分の利益のために奔走している時にこそ、社会の厚生状態は最善の状態になる。このため、市場経済の本質は、「悪人」（「経済人」）の論理に従っている。一方、中国が過去に計画経済を実行していた時代には、主として「善人」（「社会のために貢献をしようとする人」）の論理に従っていた。つまり、人々が政府計画の実現に向けてがんばっている時こそ、社会全体の福祉水準が最良の状態になるという理屈である。つまり、計画経済にとって必要なのは「善人」だったのである。市場経済の実施後も、こうした「善人」のロジックに基づく考え方は根深く、意識的あるいは無意識的に、実際の政府の経済運営に反映されている。金融分野の場合、こうした論理は、民間資本による金融活動への参加に対して政府が過度の疑念を持つという形で表れる。つまり、利益の最大化を追求する民営企業（悪人）は悪事に手を染めやすく、金融分野は国有資本の支配下においてこそ比較的安全に保たれるという思考である。「善人」の論理を徹底するため、監督当局は各種金融企業を社会に対して責任を持つ「善人」に変える目的で多くの規制条項を設けることすらある。しかし、現実には逆の結果であり、国有金融企業のほとんどが、程度は異なるものの「悪事」に手を染めており、悪貨が良貨を駆逐し、民営資本もどさくさに紛れて利益を得ている。しかし、民営資本が手を染めている「悪事」は、国有金融企業に比べればささやかなものである。こうした点からも、資本市場の発展をめぐるのは、民間資本に対する極度の不信感を徹底的に根絶する必要がある。

### 3. 金融当局の金融分野に対する過剰な規制

金融イノベーションに対する金融当局のあるべき姿勢は、積極的な誘導や強力なバックアップであり、ひたすら圧力をかけたり、やめさせたりすることではない。1980年代中期に民間で誕生した OTC 資本市場を、積極的にバックアップし誘導していれば、この市場は今や相当の規模に発展していただろうし、中小企業の株式による資金調達状況も、現在ほど寒々しい状況ではなかっただろう。

### 4. 数、質ともに不足する証券会社などの仲介機関

現在、仲介機関の多くが国有資本の支配下にあり、柔軟性を欠き、過去の負の遺産が重くのしかかっている。中国金融市場の発展の遅れも当然その一因ではあるが、金融当局の証券業、証券市場に対する過剰規制こそ、最も根本的な原因と言えよう。

## IV. 金融市場におけるマーケットメイカー制度の発展に向けた政策提案

### 1. 金融市場におけるマーケットメイカー制度に関する理論、実証研究の強化

これまで、中国ではマーケットメイカー制度は、大きく誤解されてきた。例えば、多くの人々が証券市場へのマーケットメイカー制度の導入と、上海・深セン証券取引所へのマーケットメイカー制度の導入とが同じものと考えている。実際には、マーケットメイカー制度の概念はかなり広く、「複合型」の証券取引市場や「単一型」のマーケットメイカー型証券市場（OTC 市場）の二種類を含み、さらに「複合型」の証券取引市場は、「混合型」市場（ニューヨーク証券取引所など）と「並行型」市場（ロンドン証券取引所など）に分類される。現在、中国でマーケット

メイカー制度に対する認識が曖昧な原因は、中国における金融市場の理論・実証面の研究が先進国より大きく遅れていることにある。そのため、学术界や政府関連部門は金融市場の取引制度に対する研究を強化する必要があるだろう。

## 2. 全面的な金融市場の発展戦略

中国国内では通常、既存の金融制度を改革するという視点から、金融市場の発展を理解あるいは認識している。金融市場体系がすでに整備されている先進国であれば、こうした視点は適切であるが、中国のような新興市場経済国にとってはあまりにも不十分である。われわれは、「既存ストック」の改革という視点から金融市場の問題を考えるだけでなく、「新規増分」の構築という視点からも金融市場システム全体の発展について理解または認識すべきである。つまり、中国には未完成の市場（例えば OTC 資本市場、電子気配値通知システムによる自動取引、個人向け外国為替市場など）が多くある。このため、われわれは既存の金融市場の発展問題について、相応の改革戦略を打ち出すだけでなく、マクロ面から金融市場システム全体の構造や構築について考える必要がある。国内金融市場の発展戦略を策定するに当たっては、取引制度の選択を金融市場発展の一つの重要な思考の糸口と捉えるべきであり、制度、組織、商品のイノベーションを通して多層的で機能の整った金融市場を構築すべきである。

## 3. 金融商品のイノベーションと金融市場の参入などに関する規制の段階的緩和

マーケットメイカー制度自体は市場取引のメカニズムであり、市場そのものが存在しない場合や、発展が十分でない場合、マーケットメイカー制度の構築を議論するのは無意味である。このため、金融当局は金融商品のイノベーションに対する規制を段階的に緩和すべきである。例えば、中小企業の株式や転換社債の店頭発行に対する段階的な規制緩和などである<sup>4</sup>。そして、一部金融仲介機関に対してそれらのマーケットメイク業務への参入を認可する。これにより初めて、マーケットメイカー制度を十分に活用して、本来の市場機能を果たすことが可能になる。

## 4. マーケットメイカー方式に関する法律と制度の整備

マーケットメイカー方式の市場には情報の透明性が低いという特性があるため、市場では必然的に重大なモラルハザードや逆選択といった問題が起ころう。関連した法律や制度による規制を加えることなく、むやみにマーケットメイカー市場の発展を図れば、金融システム全体に大きなリスクを生じさせかねない。このため、法律と制度面での環境整備が、マーケットメイカー市場の効果的な運営のための前提条件となる。

## 5. マーケットメイカー方式を導入した市場への効果的な監督管理制度の枠組み作り

マーケットメイカー方式は取引所方式に比べれば情報面での透明性を欠くため、マーケットメ

<sup>4</sup> 2004年に創設された中小企業板市場（中小企業株式市場）や2009年に創設された創業板市場（ベンチャー企業株式市場）は、取引所でのオークション方式を採っている。しかし、流動性の向上や企業の情報開示という角度から見ると、中小企業株式の流通市場には、店頭取引（つまり、マーケットメイカー方式）がよりふさわしいと考えられる。このため、中小企業板市場や創業板市場を深圳取引所に置くことは最善の選択とは言えない。深圳取引所の取引方式の制約上、おびただしい数の中小企業の上場ニーズには対応しきれないだろう。他方、店頭市場はこれとは逆に、マーケットメイカーの特殊な役割を生かして、時価総額の小さい株式銘柄の流動性を高めることに適しており、また、中小企業の情報を読み解く能力にも優れている。



イカー間の結託やミスリードによって投資家の利益が損なわれるトラブルが起りやすい。このため、マーケットメイカー制度の導入によって、当局はより高い監督管理のレベルが求められる。つまり、効果的な連携を取ることのできる監督管理や組織の枠組みを構築することが、マーケットメイカー方式を導入した市場が健全に発展するために非常に重要である。

実際にマーケットメイカー方式を導入した市場では、マーケットメイカーの役割を果たす仲介機関（証券会社）の身分が非常に複雑になりがちである。証券会社は、全く異なる金融商品についてマーケットメイカーの役割を担うだけでなく、ディーラー業務、引受業務、トレーディング業務さらには直接投資業務を同時に兼ねる。このため、市場の監督管理について、それぞれの監督管理部門が協力連携しあってこそ、最善の効果を上げることができる。

## 6. 各金融市場の特徴に合わせた「単一型」、「混合型」、「並行型」取引制度の選択的発展

現在、中国の二つの証券取引所は、非常に画一的なオークション方式を採っている。その主な欠点は、取引量や価格の変動が非常に大きいことである。しかも、各銘柄の流動性もまったくバランスが取れていない上に、投機筋による仕手戦や不十分な株価評価といった問題が起りやすく、一般の投資家は大きな投資リスクに直面している。こうした欠陥を補うため、監督管理部門は取引所に「T+1」制度、ストップ高、警告・取引停止などの制度を導入している。こうした制度措置は、オークション方式特有の欠陥をある程度補えるものの、株式市場の取引効率に大きな影響を及ぼしており、いずれにしても次善の策に過ぎない。

近年、国内では取引所における「T+1」制度やストップ高規制などの廃止についての議論が続いているが、監督管理部門はまだこれを認可していない。しかし、上述の問題の解決のカギは、やはり二つの取引所の現行取引制度に大きな変革を起こすことであろう。つまり、ニューヨーク証券取引所やロンドン証券取引所の既存の取引制度を参考に、上海と深センの証券取引所に「混合型」あるいは「並行型」のマーケットメイカー制度を導入することである。

中小企業の発行する金融商品は OTC 市場での取引に適していることから、中小企業の資金調達難の問題を完全に解決するために、金融当局に OTC 資本市場の開放を検討するように提案したい。同時に、株式、受益証券、社債などの金融商品の OTC 資本市場を発展させるために、金融機関が適切なタイミングで STAQ や NET といった電子価格通知システムを復活させることを提案したい。実現すれば、OTC 市場で取引される金融商品に自動気配値通知の取引プラットフォームを提供できる。また、日本のジャスダック市場の創設当初の手法を参考に、A 株市場で上場廃止になった銘柄を自動気配値通知システムでの取引に移行することで、メインボードで上場廃止になった会社に取り継続の場を提供できる。

## 7. マーケットメイカー市場構築の過程で大口取引での試行を優先

金融当局は、大口取引を主体とする取引銘柄を対象に、マーケットメイカー制度を優先的に構築することが望ましい。例えば債券市場、手形市場、外国為替市場、金融先物・ワラント市場である。銀行間債券市場は 1997 年に創設されたが、当初、市場は活発ではなく、債券の流動性は小さかった。また、債券市場の価格形成機能も十分に発揮されておらず、債券市場における基準金利や合理的なイールドカーブを形成するにはいたらなかった。また、中央銀行の公開市場操作も債券価格に大きな影響を与えていた。2001 年、人民銀行が売買気配を提示するマーケットメ

イカー制度を導入して以来、こうした問題は大きく改善している。

為替相場形成メカニズムの改善、人民元上昇圧力の緩和、民間の外貨蓄積といった戦略目標を実現するため、中国は 2006 年初頭に外国為替市場での米ドル取引についてマーケットメイカー制度の導入を開始し、中国系・外資系銀行あわせて 13 行をマーケットメイカーに指定した。これを受けて、人民銀行の外貨買い入れ負担は大きく緩和されている。国家外貨管理局の最新統計によれば、2008 年末現在、銀行間外国為替市場のマーケットメイカーは 268 社に増加した。2008 年通年で、銀行間外国為替市場の累計取引高は 3 兆ドルを突破し、取引規模は初めて輸出入総額を上回った。このうち、スポット取引では、マーケットメイカーによる取引が成約額の 99%を占める。銀行間外国為替市場の規模の拡大に伴い、銀行間外国為替市場に蓄積している外貨資金が大幅に増加し、外貨準備の分散効果はますます明確になっている。

## 8. マーケットメイカーの育成

マーケットメイカーの不足は、中国金融市場におけるマーケットメイカー制度の大きな欠点である。成熟した市場の過去の経緯を見ると、OTC 株式市場を発展させるためには、まず優れた実力を持つ複数の証券会社を育成し、各種 OTC 株式の流通のために「マーケットメイク」を進める必要がある。これらの証券会社は、OTC 証券市場の効果的な運営の成否のカギを握る。

## 9. マーケットメイカーの「小売市場」と「卸売市場」の同時整備

ここ数年、中国は銀行間債券市場、手形市場、米ドル外国為替市場においてマーケットメイカー制度の導入を段階的に進めてきた。しかし、いずれの市場においても、マーケットメイカー間をつなぐ「卸売市場」は整備されたが、投資家向けの「小売市場」は不在である。また、これとは対極にあるのが金市場（主に記帳式の取引）で、国内では一般投資家向けの小売市場は存在するものの、マーケットメイカー間の卸売市場が確立されていない。この点で、今後のマーケットメイカー制度の改善が待たれる。

## 10. マーケットメイカー型市場のインフラ設備の強化

例えば、新たな自動気配値通知システムの導入により、従来の電子取引システムを土台にしつつ市場別の電子取引システムを構築すること等が考えられる。中国の現行の銀行間債券市場、マネーマーケット市場、外国為替市場はいずれも、外国為替取引システムのプラットフォームを利用して構築されたものであるが、取引のルールが市場ごとに異なるため、複数の金融商品で一つのシステムを共有していると、今後のシステム更新やバージョンアップに困難をきたしかねない。

## 著者紹介

### 範 建軍 (Fan Jianjun)

国務院発展研究センター金融研究所証券研究室 副主任

1971 年生まれ。2002 年北京大學光華管理学院卒業、博士。専門は金融政策、資本市場、銀行理論等。国内学術誌等への発表論文多数。

- ・国務院発展研究センター（DRC）は国務院直属事業単位で、総合的な政策研究に従事する政策決定の諮問機関である。マクロ経済政策、発展戦略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、対外経済関係、社会発展、市場流通、企業改革と発展、金融、国際経済などの分野で、国内外の著名な経済学者、専門家及び研究者を多数擁する。



*Chinese Capital Markets Research*