



# 時代の変化に即して発展すべき 中国の証券取引所<sup>1</sup>

趙 鵬飛<sup>※</sup>

## 要約

1. 中国の証券取引所は、1990年の設立から20年余りで急成長を遂げ、大きな成果を収めた。2011年10月末時点の中国本土の上場企業数（A株、B株）は2,304社で、時価総額は24兆2,982億元、有効株式口座数は1億3,909万口座に上っている。
2. 先進国の証券取引所では、近年、①会員制組織から株式会社への運営体制の移行、②M&Aや再編の動き、③株式発行審査の届出制採用、④取引方式の電子オークション方式への移行、といった注目すべき変化が起きている。こうした変化の背景には、世界経済の一体化やグローバル競争の激化に伴う競争力の強化が挙げられる。
3. 一方、中国の証券取引所では、いくつかの問題が浮き彫りとなっている。行政色の濃い証券取引所のコーポレート・ガバナンス、証券市場に対する管理・監督機能の脆弱さ、発行・上場審査体制の未整備、海外証券取引所との戦略提携・交流の少なさは、国際競争力を低下させるばかりか、国内の優良な資源の流失にもつながりかねない。
4. こうした中、中国の証券取引所は、国際競争力の強化を証券取引所の市場化に向けた改革の一環として行うべきである。特に、経営モデルの市場化や、証券市場に対する管理・監督機能の明確化、発行・上場審査制度の整備、上海・深圳・香港の証券取引所の位置付けを踏まえた戦略の構築、海外証券取引所との戦略提携を通じて、今後のグローバル競争に備えなければならない。

## I. はじめに

ゼロから出発した中国の証券取引所は、20年余りで急成長を遂げ、大きな成果を収めた。2011年10月末時点の中国本土の上場企業数（A株、B株）は2,304社で、時価総額は24兆2,982億元、有効株式口座数は1億3,909万口座に上っている。世界の主要証券取引所では、今まさに注目すべき変化が起きており、一方、中国の証券取引所は、依然としていくつかの問題を抱えている。グローバル競争という外部からの圧力や国内経済の市場化改革という内部からの圧

<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』2012年第3期掲載の「時代の変化に即して発展すべき中国の証券取引所」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>※</sup> 趙鵬飛 中国労働関係学院経済管理学部 副教授

力に晒される中、中国の証券取引所は、時代の変化に即した発展を遂げるべく、それ相応の変革を進める必要がある。

## Ⅱ、世界の証券取引所の発展状況とその背景

世界経済の一体化やグローバル競争の激化に伴い、近年、先進国の証券取引所では大きな変化が生じている。具体的には以下の四点が挙げられる。

一つ目は、会員制組織から株式会社への運営体制の移行である。1990年代以前は、世界のほとんどの証券取引所が会員制組織を採用していた。例えば、1792年に設立したニューヨーク証券取引所や1802年に設立したロンドン証券取引所である。会員制組織の特徴は、会員自身が協会を設立して運営を行い、会員のみが証券取引所のシステムを通じて取引ができるというものである。また、会員は証券取引所の資産を共有し、共同運営に携わるなど、互助的な関係であると同時に、営利を目的としてはならない。1990年代に入ると、スウェーデンのストックホルム証券取引所が1993年に株式会社へ移行したのを皮切りに、多数の海外証券取引所がこれに続いた。2000年にはロンドン証券取引所が、2001年にはフランクフルト証券取引所とナスダック証券取引所が、2006年にはニューヨーク証券取引所がそれぞれ株式会社へ移行した<sup>2</sup>。株式会社となった証券取引所の特徴は、会社制度に基づく資産所有権やガバナンスを受け入れ、営利を目的とすることができる点である。株式会社は会員制組織より効率や活力の面で優れ、市場競争にも適している。現在、世界の主要証券取引所は全て株式会社へ移行し、株式会社化は既に世界の証券取引所にとって主なガバナンス制度となっている。

二つ目は、M&Aや再編による競争力の強化である。証券取引所を取り巻く市場競争はますます激化し、既に多くの海外証券取引所でM&Aや再編の動きが出てきている。国内のM&Aもあれば、クロスボーダーM&Aもある。M&Aによって、スケールメリットや市場シェアの向上、運営コストの低減、競争力の拡大が図れる。例えば、2011年のニューヨーク証券取引所とドイツ証券取引所とのM&A事例を以下に示す。

図表1 世界の主要証券取引所における近年のM&A事例

時期	被買収者	被買収者の国籍	買収者	買収者の国籍	買収価格 (億米ドル)
2005/04/20	アーキベラゴ・ホールディングス	米国	ニューヨーク証券取引所	米国	23
2006/05/22	ユーロネクスト	オランダ	ニューヨーク証券取引所	米国	102
2006/10/17	シカゴ先物取引所	米国	シカゴ・ マーカンタイル取引所	米国	110
2007/05/25	OMX	スウェーデン	ナスダック証券取引所	米国	41
2007/08/17	OMX	スウェーデン	DIFC (ドバイ国際金融センター)	UAE	33
2008/01/28	ニューヨーク・ マーカンタイル取引所	米国	シカゴ・ マーカンタイル取引所	米国	75
2008/03/27	サンパウロ証券取引所	ブラジル	ブラジル先物取引所	ブラジル	103
2010/10/25	オーストラリア証券取引所	オーストラリア	シンガポール証券取引所	シンガポール	83
2011/02/09	TMX	カナダ	ロンドン証券取引所	英国	30

(出所) 各種資料より筆者作成

<sup>2</sup> 実際には、ロンドン証券取引所は1986年に株式会社化が完了し、2000年3月に会員外への株式開放を決定。フランクフルト証券取引所は、親会社であるドイツ証券取引所が1991年に株式会社化を完了している(以上、訳者注)。

証券取引所の合併では、年間3億ユーロ（約4億米ドル）のコスト削減効果のほかに、米国・欧州をカバーする世界最大の証券取引プラットフォームの誕生が見込まれている。証券取引所のM&Aは、地域や国境、業務分野の垣根を超えた経営統合が一つの特徴であり、証券取引所間の競争が激化する中で、M&Aや再編の潮流は引き続き高まり、現在の業界勢力図は変わるだろう。

三つ目は、株式の発行審査に届出制を採用していることである。各国の株式市場の発行審査制度は、主に届出制と審査制の二つに分けられる。両者の大きな違いは、政府の介入の度合いにある。届出制の場合は、政府主管部門が書式審査をするのみで、企業の株式価値については市場の判断に委ねられる。一方、審査制の場合は、書式審査に加え、企業が上場要件を備えているかどうかも政府主管部門が判断する。現在、海外主要国の上場審査は届出制が主体で、政府主管部門は主に書式審査を行い、拒否権は留保している。こうした制度は、市場経済の潜在的なニーズに応えたものといえる。

四つ目は、取引方式が電子オークション方式へ移行しつつあることである。証券取引所の取引方式は、主にマーケットメイク方式とオークション方式に分けられる。マーケットメイク方式は、マーケットメーカーが掲示した気配値に基づいて、投資家が売買を行う方式で、マーケットメーカーを通じて行う市場取引制度といえる。オークション方式は、投資家の注文に基づいて売買価格を決める方式で、始値は寄り付きまでの注文によって、その後の価格は価格優先の原則と時間優先の原則によって、売り注文と買い注文をすり合わせて売買を成立させる。取引システムを刷新する前のロンドン証券取引所やニューヨーク証券取引所のような伝統的な証券取引所では、主にマーケットメイク方式を採用していた。しかし、コンピューターやIT技術の発展により、各証券取引所は先進的な電子システムやアプリケーションソフトを導入し、情報処理速度が大幅に改善した。その結果、地域や国境を超えた情報伝達が可能となり、グローバルな市場が形成された。取引方式も次第に電子オークション方式へ移行し、現在、世界の主要証券取引所の全てが電子オークション取引システムを採用している。

海外証券取引所のようなこうした発展の背景には何があるのだろうか。答えはグローバル競争に伴う金融資源の争奪戦といえるだろう。現在、世界各国で国際的な地位や経済資源をめぐる駆け引きが繰り広げられている。先進国の経済成長過程をみると、資本市場の資源分配機能がその国の経済発展に大きな影響力を与えたことが分かる。証券取引所は資本市場の中核であると同時に、資本市場がその機能を発揮するための重要な役割を担う。また、証券取引所の規模や運営基準は、上場企業を呼び込む重要な役割を果たしている。グローバル競争が激化する中、証券取引所は非営利型の会員制組織から営利型の株式会社へ移行し、この結果、証券取引所にこれまでにない積極性や主体性、革新性がもたらされ、株式会社移行後に多くの証券取引所が上場したことで証券取引所間のM&Aの機会も生まれた。また、証券取引所のM&Aや再編により、上場企業は地域、国境、市場を越えた資源の分配や資金調達コストの低減を実現できるようになった。さらに、グローバル競争に対応すべく、証券取引所の規制緩和も行われ、証券の発行・上場は届出制が主流となり、先進的な電子オークションシステムがグローバルな取引を提供することとなった。

### Ⅲ、中国の証券取引所が抱える問題

世界の証券取引所の発展状況や中国の資本市場が発展するために必要な条件をみると、中国の証券取引所はいくつかの問題を抱えていることがわかる。国際競争力を強化するためには、これ

らの問題を正しく解決することが不可欠である。

第一に、行政色の濃いコーポレート・ガバナンスである。中国の現行の「証券法」や「証券取引所管理弁法」では、証券取引所のオークション取引に参加するためには証券取引所の会員にならなければならないと規定している。証券取引所は会員総会や理事会、専門委員会を設置し、会員総会は証券取引所の最高意思決定機関、総経理は証券取引所の法定代表者である。また、「証券法」第 102 条では「証券取引所の設立と解散は国務院が決定する」と規定している。現在、中国の証券取引所は、人事任免制度や職務執行、その他市場参加者に対する管理・監督は、ほぼ中国証券監督管理委員会（証監会）の指導のもとで行っている。これらは国際社会における会員制証券取引所の本来の設立主旨とは異なり、「行政色の濃い会員制組織」といえる。

行政色の濃い会員制組織の弊害は明白である。まず、市場への対応力の弱さが挙げられる。会員制組織は、もともと株式会社に比べ効率は低いが、行政の介入によりさらに効率が悪化するため、中国の証券取引所は市場への対応力が弱いといえる。例えば、上海証券取引所は 2001 年に ETF の導入を計画したが、実際に導入されたのは 2005 年 2 月である。しかも、2007 年までに上海証券取引所で取引可能な ETF 銘柄はわずか 3 種のみだった。次に、イノベーション能力の不足が挙げられる。中国の証券取引所は証監会の強い管理下にあり、証監会はリスク防止を業務の最重要課題に置いていたため、証券取引所のイノベーション能力が大きく阻害された。現在、中国の証券取引所で取引可能な金融商品は株式、債券、上場投信（ETF）、ワラント、インデックス先物などに限られ、商品数は設立時に比べて格段に増えたものの、依然として多種多様な金融商品を取り揃えているとは言えない。最後に、行政色が濃いため、証券取引所の主要幹部人事は選任制ではなく、行政による任免制であることが挙げられる。つまり、主要幹部は上級行政機関に対して責任を果たすことを優先し、市場に対する責任は後回しにするため、証券会社や投資家の利益が優先されることはない。

第二に、管理・監督機能が不十分ということである。中国では現在、行政監督と証券取引所の自主規制を組み合わせた管理・監督体制が採られているが、「行政監督が主導的な役割を担い、証券取引所の管理・監督は補助的な役割を担う」という枠組みになっている。こうした管理・監督体制の下、証券取引所の権限は上場に関する承認・停止・廃止の規定や会員管理規定、その他関連規定の制定、上場企業および情報開示義務者の監督、証券取引のリアルタイム監視、重大な非正常取引に対する取引制限などに限られ、処罰に対する権限も限られている。実際の運営では、通常、証監会が関連規定を決定した後、証券取引所に施行を指示するか、あるいは証券取引所が証監会の承認を得て施行するかのいずれかの形式が取られている。また、証券取引所の自主規制と行政監督の境界線も曖昧で、重複している点や欠如している点が存在する。

こうした管理・監督体制の弊害は、資本市場の第一線で管理・監督を行う証券取引所がその役割を十分に発揮できていないことや、市場参加者と直接関わる証券取引所が市場や企業が求める主体的な自主規制を行えないことに表れている。市場のニーズに応じた証券取引の監督を担う証券取引所のあり方にも影響が及んでいる。さらに、政府の管理・監督コストが増えるばかりでなく、市場の効率にもマイナスの影響をもたらしている。

第三に、証券取引所の競争力が脆弱ということである。他国の届出制とは異なり、中国の株式発行・上場にかかる審査体制は、証監会が発行審査を、証券取引所が上場審査をそれぞれ担っている。株式の供給や上場企業の選定について決定を下すのは市場ではなく証監会である。中国では、市場の需給バランスではなく、上記体制によって株式市場が形成されるため、多くの優良企

業は上場コストが高いにもかかわらず海外上場を選択している。また、中国の証券取引所には棲み分けがあり、上海証券取引所に上場した株式は同取引所のみ取引が可能で、深圳証券取引所では取引ができない。逆もまた同じである。つまり、上海と深圳のいずれかの証券取引所に上場した株式は、いずれか一方でしか取引できないため、両証券取引所の間には競争関係が存在せず、また、株式取引も性質の異なる二つの市場がそれぞれを独占している。

証券取引所の競争力が脆弱な要因は、政府の制度設計の方針にある。米国や英国などのような市場経済が発展している国とは異なり、中国の証券取引所は政府主導で制度設計が進められてきた。発足当初は、政府が証券取引所の人事権、運営権を掌握していた。時代が変わり、証券取引所が市場からの圧力に晒されるようになった今、証券取引所自体の競争力が生存や発展への持続的な原動力になりつつある。

第四に、国際化が進んでいないことである。中国の証券取引所は急速な発展を遂げ、近年、相次いで中小企業向け市場やベンチャー企業向け市場を創設し、多様な資本市場の形成を推進してきた。しかし、国際化の水準をさらに向上する必要がある。中国の有名企業の多くが海外上場する一方、海外企業の中国上場はまだ一つもない。また、中国の証券取引所は多くの海外証券取引所と提携しているが、相手市場への相互アクセスや相互上場といった高次元での協力・交流は非常に少ない。

世界の証券取引所がグローバルな金融資源の争奪戦を展開する中、中国の証券取引所は国際化が急務となっている。国際情勢に合わせて、戦略や関連制度の見直しを進めなければ、国際競争に参加する機会を失うばかりか、国内の優良な資源の流失にもつながりかねない。

#### **IV. 中国の証券取引所の国際競争力強化に向けた提言**

中国の証券取引所は、国際競争力の強化を証券取引所の市場化に向けた改革の一環として行うべきである。特に重要な点は以下の五つである。

第一に、証券取引所の経営モデルの市場化を段階的に進めなければならないことである。市場化は中国の改革の方向性を示すものである以上、証券取引所の経営モデルも段階的に市場化を進めるべきである。市場化に当たっては二つの難題に直面するだろう。一つ目は、市場化を如何に進めるかで、もう一つは、証券取引所の現在の管理・監督機能を如何に見直すかである。これらの問題には共通点がある。中国特有の行政色の濃い会員制組織がもたらす弊害は言うまでもなく、この他に国際的な潮流に逆行していることである。しかし、今すぐ株式会社へ移行すればよいかという、その機はまだ熟していないと筆者は考える。証券取引所がどの経営モデルを採用するかは、つまり、どの経営モデルが証券取引所の役割・職責をより良く発揮できるかを見極めなければならないということである。世界の会員制証券取引所は一般的に商業機能と管理・監督機能の両方を兼ね備えるが、中国において株式会社化を進めた場合、管理・監督機能が弱まるだろう。中国の証券取引所は現在、営利事業者としての役割よりも監督機関としての役割の方が大きい。市場経済の規範化が進んでいないうちは、管理・監督体制の整備、または証券取引所の管理・監督機能を他の機関に移譲してから、段階的に株式会社へ移行することが望ましい。つまり、管理・監督機能を分離して初めて、真の株式会社化としての証券取引所への移行が可能になる。現在の中国の実情や各方面の利益を考慮した移行方法がいくつか考えられる。例えば、行政色の濃い会員制組織から株式会社への移行措置として、株式制証券取引所への移行が考えられる。この

場合、国の持株比率を見直し、政府の影響力を徐々に弱めていくことができる。当初は国の持株比率は高いが、徐々に持株比率を減らし、状況を見ながら最終的には完全民営化し、経営の市場化を段階的に実現していくのである。勿論、同時に証監会と証券取引所の権限の見直しや証監会への行政機能の移譲も進めていく必要がある。

第二に、証券取引所の管理・監督機能の明確化である。証券取引所が備える商業機能と管理・監督機能の間には矛盾があり、証券取引所の市場化においてはいくつかの管理・監督機能を見直す必要がある。解決方法の一つとして、証券取引所の管理・監督機能をその他特定の機関に移譲し、商業機能との分離を図ることが挙げられる。例えば、ナスダックは再編に当たり、管理・監督部門を一つの専門機関として独立させている。中国の証券取引所の場合、行政の管理・監督機能を証監会に移譲し、残りの機能は市場原理に委ねることが考えられる。証券取引所の資産所有権は株主に帰属し、株主は株式会社の制度に基づいて証券取引所の運営に携わり、証券取引所と会員との関係は、業務規則に基づいて管理・監督される。これらを通じて証券取引所の自主規制能力は徐々に高められる。

第三に、発行・上場審査制度の整備である。市場化された上場審査制度を段階的に整備し、発行審査を届出制に移行していく必要がある。そのために、まず、企業は自社の状況に照らし合わせて株式公開の是非や上場先を決定する。次に、十分な情報開示を行った上で、市場による価格決定と株式の価値に見合う発行価格の算出が行われ、発行価格と市場価格に大きな乖離が生じないようにする。最後に、引受会社などの仲介機関に十分な役割を發揮させる。引受会社は、投資家と上場企業の橋渡し役であり、投資家よりも情報量が多く、上場企業よりも市場をよく理解している。引受会社と投資家、上場企業の三者間では、市場のルールに則った駆け引きが行われるべきである。つまり、上場企業はコストが低く信頼性の高い引受会社を選び、引受会社は成長性や収益性に優れた企業を選び、投資家は引受会社の信用度やその推薦を基に高いリターンが上げられる投資対象企業を選ぶことである。

第四に、国内証券取引所全体を見渡した戦略を立てることである。欧米の証券取引所によるM&Aの潮流は、中国にとって短期的には大きな影響はないものの、長期的には厳しい試練に直面するだろう。深圳と上海の両証券取引所及び香港の資本市場の全体を見渡した戦略を打ち出し、それぞれの長所を十分に發揮し絶対的な優位性を築くことが、国際競争力を強化する上で極めて重要なことである。上海証券取引所の今後の戦略的位置付けは、国内の大企業や海外企業向けの市場であり、将来、グローバルな人民元建て資産の取引センターとしての地位を築くことである。深圳証券取引所の戦略的位置付けは、中小企業やベンチャー企業向けの市場になることである。香港証券取引所の戦略的位置付けは、国際的な証券取引所を構築し、海外のデリバティブ商品取引や人民元オフショア取引の役割を担う市場となることである。

第五に、国際協力の強化である。国内の証券取引所は現在、中国という経済大国と地の利に依存しているが、閉鎖的な環境の中でも独自に発展する余地はまだ残っている。しかし、長期的に見れば、世界の証券取引所との厳しい競争を前に、中国の証券取引所も国際競争力を強化する必要がある。国外の戦略パートナーを主体的に選び、海外証券取引所と製品、情報、経営資源などの分野で踏み込んだ協力を行い、中国の証券取引所の総合力を強化し、今後のグローバル競争に備えなければならない。

## 著者紹介

趙 鵬飛 (Zhao Pengfei)

中国労働関係学院経済管理学部 副教授

1970年生まれ。北京大学卒業、中国人民大学財政金融学院博士課程修了、経済学博士。

主要著書に『中国個人消費者の信用リスク管理にかかる制度構築の研究』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*