



取引制度の多様化がもたらす影響と課題¹

何以^{*}

白牧蓉^{**}

要約

1. 資本市場の多層化、商品の多様化には、取引制度の多様化が必要となる。取引制度の多様化のためには、多層的な証券市場が必要であり、コールオークション方式の証券取引に加え、売買気配提示方式による大口証券取引、対面取引または売買気配提示方式による企業支配権取引も認めるべきである。しかしながら、中国では売買気配提示方式が導入されておらず、大口取引制度や対面取引制度も不完全である。
2. 中国の証券市場では将来的に、株式市場、債券市場、金融デリバティブ市場からなる多層的構造が形成され、市場内部においても異なる商品ごとに市場が細分化されていくだろう。そのためにも、今後、市場の役割や商品の特徴の違いに考慮した多様な取引制度の導入が求められる。
3. 取引制度の多様化によって、証券業界は新たな課題に直面する。第一に、証券会社は、部門・従業員の整備に迫られる。第二に、証券会社の収益構造が、従来の手数料収入中心から売買気配値の差額（スプレッド）中心へと変化する。第三に、証券会社の能力、法律制度、管理監督機関による業界管理等の更なる高度化が求められる。
4. 中国で売買気配提示方式を導入するためには、仲介業務における信託について法的な定義を設け、信託契約条項の改正や必要な強行法規の充実・整備を進めることが求められる。さらに、今後、仲介業務の規範化等の新たな課題への対応は、取引制度と証券会社の仲介業務の根本的な変革・発展の促進に寄与するだろう。

I. はじめに

現代国家にとって、取引制度の多様化は、資本市場の成熟に伴う必然的な選択であり、市場の流動性の強化や企業の資金調達力の向上だけでなく、投資家利益の有効な保護にも寄与するものである。中国が、現在、採用しているのは、証券取引所におけるメインボード方式の取引システムとコールオークション方式（板寄せ方式）からなる多様性に乏しい制度であり、海外で進む証券仲介の制度間競争から取り残されているばかりか、国内資本市場の発展を促すことも難しい状

¹ 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2013年第7期掲載の「取引制度の多様化がもたらす影響と課題」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。

^{*} 何以 中国人民大学民商法学博士、中国证券监督管理委员会 発行管理監督部

^{**} 白牧蓉 中国人民大学法学院 民商法学専攻博士課程

況である。取引制度の多様化は、資本市場を整備するために重要であり、取引仲介のルールや証券業界のあり方に新たな課題をもたらすことは必至である。取引制度の多様化の目玉となるマーケットメイク方式は、マーケットメーカーが在庫として保有している株式を売買することで取引を活性化するもので、各証券市場の潜在力を引き出す重要な役割を担う。

Ⅱ. 資本市場の多層化、商品の多様化に必要な取引制度の多様化

1. 取引制度の多様化の本質

資本市場の多層化の意義は、発展段階が異なる企業がそれぞれの資金調達需要を満たすことができるようにすると同時に、リスク志向が異なる投資家に多様な保護措置を用意することで、資本市場全体としての規模や流動性を拡大することにある。世界各国の証券市場の発展状況を見ると、多層的な資本市場システムが最も整備されているのは米国であり、メインボード（ニューヨーク証券取引所）、ベンチャー市場（ナスダック）、店頭市場（OTCBB）、地方証券取引所、私募株式市場によって証券市場が構成されている。ナスダックは、内部でさらに細分化されている。一方、中国の資本市場には株式市場、債券及び固定収益商品市場（全国銀行間債券市場及び上海証券取引所債券市場）、金融先物取引所が存在するが、多層的な市場でありながら同質化が深刻である。株式市場においては、ベンチャー市場である「創業板」と店頭市場である「三板市場」が、メインボードと著しく同質化しており、その制度設計は、「証券法」改正前の場内取引中心の思考経路を踏襲したままである。このため、先に述べた通り、証券発行・上場制度の実質的な棲み分けが難しくなっている。

取引制度の多様化のためには、多層的な証券市場が必要である。法律的には、コールオークション方式の証券取引だけでなく、証券会社が気配値（呼値）を提示する売買気配提示方式による大口証券取引や、対面取引または売買気配提示方式による企業支配権取引も認めていくべきである。残念ながら、中国では売買気配提示方式が導入されておらず、大口取引制度や対面取引制度も不完全である。大口取引制度の本質は、マッチングや価格決定、情報公開などについて、通常取引とは別の特別措置を設けることで、機関投資家の取引費用を下げ、証券市場の流動性を高めることにある。気配駆動型の市場は、注文駆動型の市場に比べて高額取引の注文への対応力が高くなる²。企業支配権譲渡の制度は、上場会社の株式取引や上場会社の統合・発展のための制度として整備が求められている。メインボードで上場会社を買収する場合、株式の相対取引が事実上、唯一の方法である。このため他国では通常、一般投資家向けにはコールオークション方式を、大口取引向けには証券会社による売買気配提示方式を、企業支配権市場向けには場外での相対取引を基本としつつ、補完措置として売買気配提示方式を取り入れた方式を、それぞれ用意している。

つまり、取引制度の多様化の本質は、異なる階層の市場に対してそれぞれ異なる取引制度を適用することにある。売買気配提示方式は、大口取引を効果的に行うために役立つだけでなく、ベンチャー市場や店頭市場、証券・固定収益商品市場、デリバティブ市場に見られるメインボードとの同質化を解決する上でも、大きな役割を発揮するだろう。さらに、上場会社の企業支配権

² 龔敏「中国証券市場におけるマーケットメーカー制度導入にかかる思考」華東政法学院 2005 年修士論文、17 ページ

市場の整備は、メインボードはもちろん、ベンチャー市場においても重点的に考慮すべき課題である。

2. 画一的なコールオークション方式は中国資本市場の発展に不利である

コールオークション方式は、中国のメインボード、ベンチャー市場、中小企業市場に共通して採用されているほか、大口取引制度や企業支配権の譲渡においてもこの方式に基づく価格を採用しているため、それぞれの制度が混同して取り扱われる事態を招いている。中国では、コールオークション方式が持つ迅速性や安全性などの特長や、証券取引の公開性、公平性、公正性、効率性を維持する役割³が過大評価されている。

- ① 現行のマッチング方式では、大口取引の主眼である自由意思に基づく契約が根本から変質し、マッチングの効率低下や高い取引費用、低い流動性という問題を招いている。
- ② コールオークションが対面取引方式を基本とする企業支配権市場に制約をもたらし、上場会社のガバナンス構造の改善を遅らせており、市場による資源配分機能が発揮されにくくなっている。
- ③ ベンチャー市場は、ハイテク、高成長型の企業に資金調達の間を提供するプラットフォーム⁴である。ベンチャー市場は、メインボードに比べ流通量が少ないため、コールオークション方式では中小の高成長企業への支援効果を発揮しにくい。
- ④ 店頭市場においては、銘柄の質が劣るため、投資家の取引意欲も低く、コールオークション方式を採用することで取引量が減少しやすくなる。

メインボード、ベンチャー市場、店頭市場はそれぞれの役割や市場運営の特色などの違いに合わせて、異なる取引制度を採用すべきである。コールオークション方式は、一般投資家を主体とする市場向けの制度である。しかし、現在の中国ではあらゆる証券市場がメインボードと同質化し、すべてコールオークション方式を採用しているため、いずれの市場も一般投資家だけでなく様々な投資家による投機的取引の場と化し、売買気配提示方式やマーケットメーカー制度の整備が妨害されている。多層的な資本市場体制を確立するには、売買気配提示方式の導入が不可欠である。今後は、コールオークション方式に売買気配提示方式を採り入れたメインボード、売買気配提示方式及び強制的マーケットメーカー制度に注文駆動方式を採り入れたベンチャー市場、売買気配提示方式と非強制的なマーケットメーカー制度を採用した店頭市場—の実現に向け、取引制度の多様化が進むだろう。

3. 売買気配提示方式は様々な階層の市場に適用可能である

上述の分析の通り、中国の証券市場では将来的に、株式市場、債券市場、金融デリバティブ市場からなる多層的な市場構造が形成され、市場内部においても異なる商品ごとに市場が細分化さ

³ 范健、王建文『証券法』法律出版社、2007年版、157ページ

⁴ 「株式の新規公開発行（IPO）及びベンチャー市場上場にかかる管理の暫定方法」1条：IPO及びベンチャー市場上場にかかる行為を規範化し、イノベーション型企業やその他成長性のあるベンチャー企業の発展を促し、投資家の合法的な権益を保護し、社会の公益を維持するため、「証券法」、「会社法」に基づき本方法を制定する。

れていくだろう。売買気配提示方式を導入する必要があるのは、同制度が様々な階層の市場に適しているためである。以下では、株式市場を例に挙げて説明する。

まず、メインボードの大口取引制度と企業支配権の譲渡方式を整備するためには、売買気配提示方式を確立することが不可欠になる。大口取引や企業支配権の譲渡方式にとって必要なのは、取引・投資の活性化や流動性の強化であり、こうした制度の主眼は、自由意思の原則、コスト低減、柔軟性、利便性にある。気配値駆動方式を採用することで、市場の状況により忠実な価格を実現させ、取引を効率化できるだろう。

次に、ベンチャー市場の取引制度を整備する上で、安定性は必ず考慮すべき要因である。過去、ベンチャー市場の株価は、メインボードを大きく上回る幅で変動してきた。例えば、米国ナスダック株価指数の変動は、ダウ・ジョーンズ株価指数よりはるかに大きい。また、流動性もベンチャー市場の成否のカギを握る要因である。ベンチャー市場に上場する企業は多くが成長型あるいはハイテク型の中小企業であり、メインボードの上場基準には達しておらず、規模や収益力の点で見劣りするため、投資家から興味を示されることが多い（図表 1 は、2012 年 10 月の深圳証券取引所の出来高上位 20 銘柄。成熟したメインボードに比べ流動性が明らかに低いことが見て取れる）。ベンチャー市場に売買気配提示方式を導入すれば、市場の安定性を保ちながら、投資家の非合理的な観測をある程度是正し、取引の連続性を維持し、取引効率を上げ、市場の流動

図表 1 深圳証券取引所の出来高上位 20 銘柄（2012 年 10 月）

順位	コード	銘柄	Name of Stocks	出来高 (株数)	出来高 (単位:元)
Rank	Code			Volume	Turnover
1	300022	吉峰農機	Gifore Agricultural Machinery Chain Co., Ltd.	268,806,871	1,848,225,823
2	300111	向日葵	Zhejiang Sunflower Light Energy Science&Techno	202,825,614	1,331,580,274
3	300301	長方照明	Shenzhen ChangFang Light Emitting Diode Lighti	178,137,429	1,711,765,050
4	300135	宝利瀝青	Jiangsu Baoli Asphalt co.,Ltd	171,612,922	1,616,270,150
5	300355	蒙草抗旱	Inner Mongolia Hotision&Monsod Drought Resista	161,940,992	4,296,534,375
6	300103	達剛路機	XTAN DAGANG ROAD MACHINERY CO.,LTD.	146,058,282	1,298,522,172
7	300185	通裕重工	Tongyu Heavy Industry Co.,Ltd.	129,997,620	625,438,840
8	300156	天立環保	Tianli environmental engineering co.,Ltd	119,590,918	1,392,925,159
9	300118	東方日昇	RISEN ENERNY CO.,LTD	109,172,877	526,890,248
10	300147	香雪製薬	Xiangxue Pharmaceutical Co., Ltd.	105,874,336	1,148,015,459
11	300356	光一科技	EleFirst Science & Tech Co.,Ltd	100,222,309	2,035,312,770
12	300057	万順股分	SHANTOU WANSHUN PACKAGE MATERIAL CO.,LTD.	98,547,738	841,495,005
13	300029	天竜光電	Jiang Su Hua Sheng Tian Long Photoelectric Equ	95,062,442	648,633,888
14	300129	泰勝風能	Shanghai Taisheng Wind Power Equipment Co., Lt	89,254,490	533,757,835
15	300088	長信科技	Wuhu Token Science Co.,LTD.	84,687,293	1,328,239,911
16	300064	豫金剛石	Zhengzhou Sino-Crystal Diamond Co.,LTD.	84,482,406	544,629,350
17	300309	吉艾科技	GI Technologies (Beijing) Co.,Ltd	81,442,574	1,522,901,196
18	300011	鼎漢技術	Beijing Dinghan Technology Co.,Ltd.	78,060,210	977,237,425
19	300175	朗源股分	Lontrue Co.,Limited	77,770,600	380,216,339
20	300177	中海達	Guangzhou Hi-Target Navigation Tech Co.,Ltd.	76,994,860	972,404,974
		合計	Total	2,460,542,783	25,580,946,252
		市場合計	Market Total	9,757,326,895	133,194,423,681

(出所) 深圳証券取引所 <http://www.szse.cn/main/files/2012/11/01/512865515128.html>

性を向上させることができる。

さらに、店頭公開市場では、投資家の投資意欲が他市場に比べて一段と低いが、売買気配提示方式の導入により取引の活性化が期待できる。この場合、証券会社は取引市場における投資家の取引相手として、取引市場の流動性を維持することが最大の任務となる。次に、取引注文を迅速に処理して売買注文を執行することで、価格の乱高下を抑え、市場の安定という目的を達することが求められる。

気配値駆動方式は、コールオークション方式に比べ、市場の安定性の維持や流動性の向上、効率化の面で優れている。また、大口取引や企業支配権の譲渡、中小企業を主体とするベンチャー市場や店頭市場にも適している。もちろん、株式市場のみならず、金融デリバティブ市場の育成のためにも売買気配提示方式は不可欠であり、一部の金融デリバティブ商品では、他の選択肢は考えられない。例えば先物取引では、売買気配提示方式と信託方式による一口注文が唯一考えられる方法であり、電子取引システムによるコールオークション方式は不可能である。こういった意義があることもあり、先進国における多層的な資本市場では、多様な取引制度が導入されており、気配値駆動方式はその中で重要な役割を果たしている。

4. 各市場の内部においても商品の多様化に合わせた多様な取引制度が必要

資本市場の商品は、有価証券の形で存在しており、中国の証券市場、取引商品、取引制度をめぐる問題は、根本的なところで互いに関係し合っている。このため、多層的な証券市場は、必然的に取引制度や取引される商品の多様化を意味する。

中国の証券市場において、債券商品の種類・特徴はどれも似通っており、金融デリバティブ商品の種類が少ない。一方、先進国の証券市場では一般的な株式関連商品の他に、メインボードに対するダウ・ジョーンズ株価指数や日経平均株価指数など、多くの株価指数が設定されている。さらに、CX・CBOE や新華富時 A50 などの中国関連株インデックスの先物商品もある。このほか、債券市場や金融デリバティブ先物市場にも、クレジット・デフォルト・スワップ (CDS)、金利先物オプション、ワラント、信用デリバティブなどの商品が大量に存在し、それぞれ多様に細分化された証券市場を対象としており、商品に合わせた取引制度を採用することで、資本の利用効率を大きく高めている。中国の証券業界でも、多様な商品を開発するための努力が進んでおり、注目に値する。2012年11月22日に上海で開催された「第3回機関投資家年次総会」では、株価指数先物商品を拡大する条件と意義について積極的な討論が展開された。うちファンド商品の開発では、Windのデータによれば2012年5月以降、すでに19の短期資金運用ファンドが発売されている⁵。場内取引当日物 (T+0) MMF も、今後の市場における積極的な機能が期待されている。商品開発に対しては、証券会社が大きな影響力を持つ。例えば国泰君安証券は、中国初となる証券会社格付別組入型債券商品の発売に続けて、さらに「国泰君安君享重陽アルファヘッジ1号」⁶を発売している。商品開発は、資本市場の多層化の必然的な産物である。

多層的な市場で豊富な証券投資商品が次々と登場すれば、当然の結果として、市場の役割や商品の特徴の違いを踏まえた多様な取引制度の導入が求められる。十分な実力を持ち、取引量が活発な上場会社の集まるメインボードには、コールオークション方式が適している。インターバン

⁵ 「中国証券報」2012年11月23日、第5612号、A18面 (商品・先物面)

⁶ 「中国証券報」2012年11月23日、第5612号、A07面 (財務・経済面)

ク市場を主体とする債券市場では、仲介業者による売買気配提示方式を採用した上で、マッチングの内容（一方向か双方向）に応じてさらなる改善をはかることで、債券など固定収益商品や（今後、発展が見込まれる）固定収益デリバティブ商品の問題、すなわち流動性が株式より低いことや、売買注文の固定化と不均衡などを解決できる。金融デリバティブの場合、経済発展や社会の安定性に重要な影響を与えうる商品は、レバレッジ型デリバティブの分野に集中しており、これらは場内市場の制約下であり、共通の決済制度と値洗制度が採用されている。特に、金融デリバティブ市場では、現物の商品の場合に比べて投資家の高度な判断力やリスク対応力が求められるため、売買気配提示制度やマーケットメーカー制度を導入する必要性が高い。このほか、金融デリバティブ商品のリスクやレバレッジの高さを踏まえ、保証金制度や建玉制限などを整備することが求められる。

売買気配提示方式は、イノベーションの余地が大きいことも注目すべき点である。他国における仲介制度形成の歴史を振り返ると、仲介業者は条件さえ許せば絶えず市場開拓を図り、新たな商品を生み出してきたことが分かる。このことは、先述のように証券市場と取引商品、取引制度が相互に関係し合い、影響し合ってきたことを示している。

Ⅲ. 多様な取引制度におけるマーケットメーカー制度

マーケットメーカー制度は先述した売買気配提示方式と同義ではなく、両者はそれぞれ独自の意義と役割を持っている。中国の資本市場を多層化する過程においては、売買気配提示方式を基本に、異なる市場に合わせたマーケットメーカー制度を構築し、市場の流動性や秩序ある運営を保証していく必要がある。

まず、マーケットメーカー制度は売買気配提示方式を基本としているが、完全に同一ではなく、理論と実践のいずれにおいても明確に区別されるべきである⁷。両者は、本質的に別次元の概念である。売買気配提示方式は、証券価格形成メカニズムや駆動力に重きが置かれるが、マーケットメーカー制度は、証券会社の売買取引の在庫機能や市場形成の義務に着目した概念である。

次に、マーケットメーカー制度は、市場取引を活性化し、市場運営を安定させるための重要なメカニズムである。ある意味において、マーケットメーカーが持つ在庫売買機能は、取引の活性化に役立っている。マーケットメーカー制度は、売買気配提示方式を基本としており、証券会社がある金融商品をマーケットメイクの対象に定めた場合、この証券会社は当該商品の気配値を継続的に提示するほか、投資家の注文に無条件で応じる必要があり、自己資金や証券の在庫を用い、提示した売買気配値で、注文数通りの取引を行うことが求められる。マーケットメーカーは、このような在庫売買機能によって市場の流動性を維持し、一般投資家の投資需要を満たす。売り、買いの気配値に設定する適正な差額（スプレッド）を収益源としてサービス提供のコストを回収し、かつ一定の利益を生み出す仕組みである。

マーケットメーカーの概念は、広義には「規則的かつ持続的に、自社の口座において自由意思に基づいて特定銘柄の証券を売買する取引業者」と定義される⁸。コールオークション方式とは異なり、マーケットメーカー制度においては、投資家同士が直接取引をしない。売り手・買い手

⁷ 李強、范杼「中国証券市場におけるマーケットメーカー制度実行にかかる研究」『社会科学輯刊』2003年第2号

⁸ トマス・リー・ハーゼン（米）『証券法』張学安ら訳、中国政法大学出版社、2003年版、404ページ

とも、マーケットメーカーを取引相手とする。通常、各マーケットメーカーは、自社の提示する気配値（または双方が気配値を基に協議した価格）によって、投資家の売却する株式の買い入れに随時応じ、投資家が株式を購入したい場合は在庫の株式を売却する⁹。マーケットメーカーが売り気配値を提示しても当該銘柄の注文がない場合、マーケットメーカーは当該銘柄に一定数の取引が成立するまで、場合によっては当初の買い入れ価格を下回っても、売り気配値を下げ続け、当該銘柄の一定の流動性を保証しなければならない。実際の運用では、特にマーケットメーカー間に競争が存在する場合、同一銘柄に対して複数のマーケットメーカーが存在することもある¹⁰。このため、マーケットメーカー制度の導入により、証券市場における流動性不足の解消が可能になる。事実上、マーケットメーカーに市場形成機能をもたらしているのは在庫証券の売買である。

一方で、マーケットメーカー制度は証券の実質価値を発現させ、市場の安定的運営を促すことに役立つ。証券市場監督当局の立場から見れば、中国の株式市場は、株価操作やインサイダー取引などの行為が後を絶たず、情報の非対称性を背景に個人投資家が追従的な取引をすることで、株価のさらなる乱高下を招いている市場である。特に、ベンチャー市場の上場会社や店頭市場で株式を公開している会社の場合、流通規模が小さいため、市場操作のコストも低く、株価の変動が大きくなりがちであり、マーケットメーカー制度導入が必要であることは明らかである。

要するに、マーケットメーカー制度の本質は、マーケットメーカーが市場形成の義務を担う前提で在庫を売買することにある。顧客が取引を求めた場合、マーケットメーカーは顧客から証券を買い入れるか、あるいは自社で保有する証券を顧客に売却する¹¹。市場からの売買注文がない場合、または売り注文、買い注文の差が大きい場合、マーケットメーカーは必ず自社の口座及び資金で株式を売買し、市場の需給を調節しなければならない。このようにマーケットメーカーは、売買を絶えず繰り返すことで市場の流動性を維持し、一般投資家の投資需要に応え、売買の価格差から一定の利益を得ている。

中国のベンチャー市場、店頭市場は将来的には、マーケットメーカー制度を導入すべきである。ベンチャー市場、店頭市場の銘柄は流通量が少なく、株価操作の対象になりやすく、メインボードに比べて市場の安定性に劣る。海外市場ではこれまで、証券会社による売買気配提示制度やマーケットメーカー制度が多様な証券取引市場、特にベンチャー市場や店頭市場に広く導入されている。コールオークション方式は、市場化という面では優れており、取引費用も相対的に低く、価格決定の効率性も高いが、必要な流動性を提供するための仕組みを欠いており、発行量や取引量の少ない銘柄には不向きであるほか、機関投資家による大口取引の需要にも対応できない¹²。

金融市場における最も基本的な取引モデルは、元を辿れば2種類に集約される。つまり、気配駆動方式を土台とするマーケットメイク方式と、注文駆動方式を土台とするオークション方式である。各国の各階層の金融市場で採用されているのは、いずれも2種類のうち1つ、あるいは2つを組み合わせた混合方式で、この混合方式が金融市場の主流となりつつある。マーケットメー

⁹ 范建軍「中国の資本市場の多層化の足かせ——マーケットメーカー制度」『重慶理工大学学報（社会科学版）』2010年第7号

¹⁰ ナスダックの場合、上場会社の各銘柄に対して、少なくとも2社以上のマーケットメーカーが気配値を提示しなければならない。規模が大きく、取引が活発な銘柄の場合、マーケットメーカーが40~45社に達することもある。平均すれば、各銘柄につき12社程度のマーケットメーカーが存在する。

¹¹ 劉道遠「ベンチャー市場における強制的マーケットメーカー制度にかかる法律研究」『河南大学学报（社会科学版）』2011年第3号

¹² 張超「台湾の証券公開市場の取引構造及びその混合取引モデルの研究」『上海金融』2008年第1号

カー制度では、気配値を提示する証券会社が市場形成を義務付けられているか、上場・公開会社の銘柄に対して証券会社による市場形成が義務付けられているかによって、強制的マーケットメーカー制度と非強制的マーケットメーカー制度に区分される。ベンチャー市場の場合、流動性が乏しいことから、強制的マーケットメーカー制度の実施が望ましい。中国では、2011年第2四半期以降、ベンチャー市場の一部銘柄で、注文はあっても売買が成立しない状況が発生し、一部の銘柄の1日当たりの売買回転率が1%を下回ることもあった。こうした状況では、多数の株式を保有する機関投資家は手中の株式を現金化することができず、他の投資家が当該銘柄を購入する意欲も低下してしまう悪循環に陥り、市場の流動性が失われる。今後、ベンチャー市場の発展に伴って機関投資家の比率が拡大し、強制的マーケットメーカー制度の導入に有利な状況になるだろう。機関投資家が一般投資家に替わって証券市場の主役になれば、市況の乱高下が減り、マーケットメーカーの在庫費用や市場形成に伴うリスクが抑えられるため、マーケットメーカー制度の円滑な導入にとって追い風になる。

ベンチャー市場において強制的マーケットメーカー制度を採用する場合、各銘柄に対するマーケットメーカーが2社以上あることを義務付ける規定を検討できよう。マーケットメーカーは、上場会社と市場形成に関する協定を結び、市場形成の義務を負うことになる。同時に、流動性の観点から、柔軟な上場廃止基準を設けることが望ましい。ただし、マーケットメーカーが市場に対して過度に関与すること、すなわち株式市場における公正な価格形成や運営の健全性への悪影響を抑えるために、マーケットメーカーに対する監督を強め、価格形成の前提条件を明確化し、必要性和合理性の原則の範囲内で価格形成の義務が果たされるようにするべきである。一方、店頭市場の場合、株式公開にかかるコストを考慮して、マーケットメーカーに法的な強制をかけず、市場参加者に大きな選択の余地を残すことが望ましい。

IV. 取引制度の多様化に伴う証券仲介制度の変革

中国では、資本市場の開放が進む中で、証券市場における資本のクロスボーダー取引を実現するため、売買気配提示方式の確立を前提に、先進国の資本市場を参照しつつ、証券仲介制度の改革を進めることが必要である。

先進国の証券市場における事例を踏まえると、証券仲介制度の主眼は、売買気配提示の責任を負う証券会社に一定の価格決定権を持たせることである。これにより、投資家が証券を本人名義で直接保有し、仲介業者に証券売買を委託できるほか、証券を間接的に保有（信託など）して業者名義での証券売買を依頼することも可能になり、当該証券にかかる信託受益権や証券の実際の利益、ないしは「衡平法でいう所有権」を、法により享受できる。売買気配提示の権利は、顧客の利益になることを前提に行使されるべきものであり、その行動は取引所などの機関による監督を受ける。仲介業者の義務の本質は、英米法でいう信託関係における受託人の義務である。一方、中国の現在の仲介制度は、コールオークション制度が基礎になっているため、仲介業者と投資家は単純な代理人関係に過ぎない¹³。このため、証券登録制度や、取引に伴う名義変更制度においても、投資家名義での証券保有の仕組みが採用されているのである。

¹³ 王利明、董安生「証券投資家とマーケットメーカーの契約関係に関する研究」『上海証券報』2001年10月16日、10面

仲介業者の契約の性質・内容の変革は、取引制度の多様化や強行法規の制限等市場原理や外部からの調整措置によって進む部分がある。一方、当事者の意思によって変革が進む部分もある。なぜなら、具体的な契約内容を決めるのは、信託当事者の実需や主観的な志向であり、当事者らは代理人関係の硬直した制約を打破し、取引活動の発展を加速しようとするからである。これらの理由から、従来の単純な代理人関係を越えた仲介契約への変革が進もうとしている。

債券市場を例に挙げると、先述した通り、インターバンク債券市場における売買気配提示方式の導入は、債券市場発展の今後の方向性を示している。投資家は、債券仲介業者（受託人）への信用を基に債券仲介契約を結び、財産権を仲介業者に委託する。仲介業者は、投資家の意向に沿って、仲介業者の名義において、投資家の利益・特定の目的のために、その財産を管理・処理する¹⁴。ここでは、投資家は、委託者かつ受益者であり、こうした信託関係は自益信託に該当する。事実上、決済代理業務に関する現在の措置が、こうした信託関係の基礎になっていることは注目に値する。これをさらに一歩進めて、現在の決済代理業務を仲介業務に移行させることも検討できよう。仲介業者は、機関投資家から委託を受けるだけでなく、個人投資家を集めることもできるため、銀行間債券市場の参加者の多様化に寄与できる。これは、将来的には中国の債券市場の統一にも役立つ。さらに、こうした制度設計下の仲介業者は、数の上でマーケットメーカーより圧倒的に優位であり、かつ、業務範囲が広範であるため、情報集約の強みを生かしたコストカットや効率化で大きな効果が期待できるほか、価格形成においても市況をより忠実に反映できるだろう¹⁵。また、信託関係においては、受益者の利益を前提に、投資家の指値に一定の幅を持たせることができるため、仲介業者は市況に応じた迅速かつ柔軟な取引により、投資家の権益を最大化し、取引・投資の活性化を実現することができる。インターバンク債券市場の債券仲介制度は、十分に重視されるべきである。中国の国情に合ったインターバンク市場の債券仲介制度の検討を急ぎ、債券仲介制度の運用メカニズムやルール、債券仲介業者の権利・義務などを明確にし、現有の決済代理制度を仲介制度に移行させることで、仲介制度の効果を発揮するべきである。

V. 取引制度の多様化が証券業にもたらす課題

取引制度の多様化、特に売買気配提示方式の導入は、今後、中国証券会社の仲介業務を二分化させるだろう。つまり、既存のコールオークション制度に基づいて、投資家と単純な代理人関係を結ぶ仲介業者と、売買気配提示方式を土台に法的な信託関係に基づき業務を展開する仲介業者である。その結果、証券業界は新たな課題に直面することとなる。

第一に、取引制度の多様化により、証券会社は部門・従業員の整備に迫られるだろう。資本市場ではこれまで、証券会社は許認可を受けて登録仲介業者となり、市場にディーラーを送りこみ、株式の売買気配値を提示させてきた。この場合、十分な価格形成機能を発揮することが不可欠であり、最大限の市場情報を把握しつつ、専門知識や技術、経験を駆使し、市場に向けて公正かつ適正な気配値を提示し、顧客へのサービスや責務を果たすことが求められる。このため、売買気配提示方式の導入過程において、有資格の証券会社は、適格な場外・場内市場で、売買気配提示に携わるディーラーを大量に育成し、陣容を整えることが不可欠になる。

¹⁴ 「信託法」2条

¹⁵ 孫宇「インターバンク市場の価格形成メカニズム——マーケットメーカーと仲介業者の役割を論じる」『中国貨幣市場』2004年第5号

第二に、取引制度の多様化により仲介業者の収益構造が変化し、主な収益源は従来の手数料収入から売買気配値の差額（スプレッド）に代わり、手数料など他の収益は補完的なものになるだろう。中国の証券会社はこれまで、仲介業務を主な収益源としており、その比率は 50%を超えている。大多数の証券会社は、仲介業務部門の手数料収入を軸としたビジネスモデルを採用しており、図表 2 に示す通り、手数料が高く設定されてきた。

平均手数料率は証券会社の収益力にある程度寄与するものの、一方で取引費用を押し上げるため、取引の活性化を妨げる要因にもなる。また、現在では手数料の自由化や金融サービスの細分化を受け、各国の証券会社は手数料を大幅に引き下げている。これにより、証券会社の利益は軒並み減少し、一部の証券会社は、赤字に陥る可能性も出ている。統計によると、2011 年の証券会社の営業収入は、前年比 28.83%減少の 1,360 億元、純利益は、同 49.23%減少の 394 億元であった¹⁶。このほか、中国証券業協会のデータによれば、2012 年上半期の証券業界の証券取引代理業務による純収入は、273 億 3,300 万元で、前年同期を 33%下回った。2011 年の業界全体の証券取引代理業務による純収入は 689 億元で、2009 年の 48.5%に留まった。証券会社がこれまで収益の柱としてきた仲介業務の比率は、次第に低下しつつある¹⁷。各階層の市場で売買気配提示に関する規則が整備されると、投資家が気配値を頼りに証券を取引するため、売買気配提示義務を担う証券会社は、株式取引市場の参加者として重要な役割を果たす。売買気配提示がもたらす主な収益源は、証券会社による証券の購入・売却の価格差（スプレッド）である。また、マーケットメーカー制度において市場形成義務を担う証券会社は、保有証券の市場価格の上昇によっても収益を得られる。収益構造の転換は、証券会社にとって、手数料収入の減少の解決に大きく役立つが、一方で、収益を増やすためには各証券の銘柄の値動きを専門的な見地から研究し、顧客向けの研究報告を積極的に提供するとともに、市場動向に合致した気配値を常に提示することが求められる。これは証券会社の専門性の強化を促すばかりでなく、市場の安定や秩序ある運営に寄与する。

第三に、取引制度の多様化や、仲介業務規則の変更に伴い、証券会社の能力や、法律制度、監督機関による業界管理にも、さらなる高度化が求められている。全体として、中国の証券会社はおおむね「仲介+研究サービス」の段階で、図表 3 に示すとおり、米国や日本の証券業界で言えば 1980 年代のレベルに留まっており、「全業務における国際サービス」を展開する海外の証券会社と比べ、業務の幅も奥行きも、まだ初歩段階にある。

仲介契約の性質と内容が信託関係中心へと大きく変化すれば、証券仲介業者の管理、仲介規則の制定、仲介関係に関する信託条項の追加など、証券会社の業務も大きな影響を受けるだろう。信託関係は、証券仲介業者により大きな裁量権を与えるもので、業者は自社名義で、投資家の利益のために、市況に応じて適正な範囲内での取引に従事することになる。これにより、証券仲介

図表 2 中・米両国の証券会社仲介業務における平均手数料率の比較

中国の証券会社	0.950%
アメリカの投資銀行	0.052%

(出所) Wind 統計及び米国証券業協会

¹⁶ 中国証券業協会『中国証券業発展報告 2012』中国財政経済出版社、2012 年版、80 ページ

¹⁷ 人民網財經チャンネル <http://finance.people.com.cn/BIG5/n/2012/1129/o70846-19738497.html>

図表3 海外との比較でみる証券会社仲介業務の発展段階

段階	代表的な海外投資銀行		代表的な国内証券会社	
	モルガン・スタンレー	野村證券	中国国際金融有限公司	国泰君安
チャンネル提供型	1930 ↓ 1950	1940 ↓ 1950		
研究サービス型	↓ 1970	↓ 1980	現在 ↓	現在 ↓
個別資産管理・財務サービス型	↓ 1990	↓ 2000	↓ 目標	↓ 目標
国際サービス型	↓ 現在	↓ 現在		

(出所) 林采宣、楊超、秦楨「中・米証券会社総合競争力比較」(「中国金融四十人フォーラム」ウェブサイト)

業者に高度な能力や経験が求められることは明白である。各国では、証券仲介業者の資格として、資本金、流動性などの財務上の要件のほか、法律的な組織形態、発起人・役員・経営者の資格要件、仲介業務に従事する従業員の資質要件などを定めている。中国の証券監督当局にとって、マーケットメーカーの職責に堪える証券会社の育成に力を入れることは不可欠であり、例えば中国証券業協会に専門機関を設置し、証券会社向けの専門人材を育成し、従業員の資質や自己管理能力の向上を促すこと等が考えられる。各国の証券法では、仲介業者の業務水準についても詳細な規程を設けており、通常は①忠実・勤勉義務、②利益最大化の義務、③情報開示義務、④顧客注文優先のルール、⑤投資助言に関するルール、⑥利害衝突に関するルールなどが盛り込まれている。証券市場の公正かつ公平な取引を保証し、信託当事者の合法的な権益を守るため、各国の証券監督当局は厳重なリスク対策措置を講じている。例えば、「証券法」や「証券取引法」などの法律で、公平性、有効性、忠実性の原則に違反する仲介業者の行為に関する規定や罰則を設けているほか、リスク対策のためのファンドを設け、投資家の利益を保護し、仲介業者の過失によって投資家が被った損失を補償している¹⁸。また海外の仲介業者監督制度では、証券仲介業者に政府の証券監督部門や証券業界団体への登録を義務付けている。例えば、米国の登録制度では、①証券会社の登録に関する法的要件、②登録手順、③証券会社関係者の登記、④登録抹消の4つの内容を定めている。中国では、証券監督管理委員会及び証券業協会が2009年、「証券仲介業

¹⁸ シンガポールの場合、1986年の「証券法」において、シンガポール証券取引所に500万シンガポールドル以上の基金を設けるよう義務付け、さらに各会計年度の純収入から10%以上を同基金に拠出するよう定めている。

者管理暫定規定」、「中国証券業協会証券仲介業者業務規範（試行）」、「証券仲介業者事業登録暫定弁法」などの規範文書を制定し、これにより法律的な空白が埋められた。しかし、信託概念の確立や仲介契約条項の大幅な変化に伴い、先述のような単純な代理人関係の想定では、実際の運用に対応できなくなっており、先進国のノウハウを参考に、業務活動や業者監督に関する規則をより充実させることが必要となっている。

このほか避けて通れない問題として、モラルハザードが挙げられる。マーケットメーカー制度を採用した場合、大量の市場情報を掌握したマーケットメーカーが手元の資源を利用し、不当な利益の獲得や、インサイダー取引、価格操作などに関与するリスクが存在する。中国は現在のところ、マーケットメーカーに関する法制度がなく、法的な制約や監督は困難である。このため、証券市場の監督に関する法整備を急ぐとともに、証券会社の信用や業務能力の大幅な向上に力を入れなければならない。強制的マーケットメーカー制度を実施する場合、仲介業者は市場形成機能のほか、リスク対応力も求められ、これはマーケットメーカーの収益性に直接関係してくる。さらに、商品開発力も必要である。海外の仲介業者制度の歴史は過去 200 年余りに及び、仲介業者はこの中で絶えず新たな取引商品を開発してきた。例えば、ナスダックにおける 3 つのレベルに分けられた市場は、まさに仲介業者の働きによって徐々に確立されたものである。

つまり、今後、中国の証券会社にとって、気配値を提示する証券業者やマーケットメーカーが乱立していく中で、自社の地位を確立するためには、商品開発力やリスク対応力、専門性が問われることになり、監督当局も監督制度の運営で大きな課題に直面するだろう。

VI. 取引制度の多様化後の信託制度と強行法規との併用

売買気配提示方式の導入により、証券市場の投資家と仲介業者との投資関係も、大きく変容するとみられる。これまで大陸法を基礎としてきた中国は、証券取引の仲介関係や仲介規則の充実に伴い、いかにして信託関係の概念を確立し、強行法規と併用していくかの問題に必然的に直面するだろう。

まず、基礎理論に矛盾が存在している。信託理論においては、信託関係の受託者と委託者が、同一の信託資産に対してそれぞれ信託財産権と受益権を享受し、二種類の財産権が併存していることが、法的な基礎になっている。受託者は独立した信託財産権を持ち、その権利内容には、法的な信託関係の存続期間における信託財産の占有・管理や、受益者の利益を実現するための財産処置、信託事務の管理・処理など、大陸法の所有権に類似した権限が含まれる。しかし、大陸法に基づいて信託権の法的性質を認定する場合、「一物一権」の原則という壁に直面する。中国は「信託法」で信託関係について定めているが、これは委託契約を基礎とした信託であり、英米法という信託制度とは本質的に大きく異なる。

次に、具体的な法律・法規にも障害が存在する。大陸法の「一物一権」の考え方では、登録口座の名義人が真の権利人であると法的に推定される。一方、投資家が債券発行者に対して直接有する請求権は、保有証券の所有権として記載されるため、投資家は株主または債権者の立場になる。しかし、名義人に対する真の投資家の名称は、口座名にも、株主一覧にも記載されない。このため、口座の実際の受益者が証券に対して有する権益を法的に確認するための明文規定が存在しない。中国証券業協会は「証券取引委託代理業務の手引き（1-4号）」の公布と試行に関する通知で、証券会社が証券仲介業務に携わる場合の投資家との法的関係を委託代理関係であると

定義している。中国「証券法」104条、105条はそれぞれ、「投資家は、証券会社に証券取引口座を開設し、書面、電話及びその他の方法で、口座を開設している証券会社に証券の売買を委託するものとする」、「証券会社は投資家の委託に基づき、時間優先のルールにより取引を申し込み、証券取引所の場内におけるコールオークション取引に参加する」と定めている¹⁹。中国の現行の証券関連法規及び取引所の独自規程における仲介関係は、主に単純な代理業務を想定したものであるため、取引制度の多様化に合わせて信託関係の概念を盛り込むにはさまざまな障害が存在する。

さらに、概念にも違いがある。中国の法律制度には、信託に関する踏み込んだ概念はなく、強行法規の補充が急務となっている。裁判官にとって、英米法の「受益者の利益のため」といった抽象的な概念にのみ頼って自由裁量権を行使することは困難であり、実際の運用において、仲介業者が投資家の権利を侵害するなどのモラルハザードや法的リスクは避けがたい。

「物権法」関連の理論についても、世界の2大法体系の融合の流れに合わせて、変更を加えるべきである。証券会社が今後の仲介業務において、信託に関する法的関係の内容を扱う場合、強行法規と組み合わせ、商業上の裁量範囲を法的に定めておくことが不可欠である。日本のジャスダック市場が創設された当初、注文駆動方式が採用されたが、ナスダックのマーケットメーカー制度を採り入れ、1998年12月から一部銘柄についてマーケットメーカー制度を採用し始めた。日本はマーケットメーカー制度に関する法律的な障害を、投資家とマーケットメーカーとの関係を「全権委託」と定義づけることで処理した。ただし、一方で委託関係を適用する比率の上限を定めている。中国が今後、気配駆動方式やマーケットメーカー制度を導入する場合も、こうした手法は参考になる。ただし、上限比率によっては取引者の積極性を損ね、取引の委縮を招く恐れもあるため、適正な比率を熟考する必要がある。

このほか、具体的な運用においては、売買気配提示の資格を持つ仲介業者が、売買気配提示から売買までの過程で大きな利益を得ることになる。このため、投資家の利益を保護するためには、売買気配提示業者の権利に一定の制限を加えることが不可欠で、強行法規や各種管理制度による規範化が求められる。現行法の枠組みにおいては、証券を实名口座に登録する現行規則を基本に、新たに証券取引信託口座を導入するほか、「信託法」に基づいて、証券仲介業者の責任を明確にするための信託登録規則や関連する法的義務の規則を整備すべきである。また、証券信託口座の真実性と持続性を保証するための届出監督制度や情報開示制度、定期チェック制度、責任制裁制度、及び証券仲介業者の固有資産と信託資産を区分するための制度を完備すべきである。こうした一連の措置により、証券取引に関する法制度に信託関連の法規を盛り込み、証券取引の健全かつ正常な運用を保証していく必要がある。

つまり、中国の「信託法」は、信託契約に関する条項と強行法規の両面での改善が期待される。取引制度の多様化に合わせ、売買気配提示方式を導入するためには、仲介業務における信託について法的な定義を設け、信託契約条項の改変や必要な強行法規の充実・整備を進めることが求め

¹⁹ 「証券法」141条、142条は「証券会社が証券売買の委託を受ける場合、委託書に明記された証券名称、売買数量、価格提示方法、価格幅などに基づき、取引ルールに従って証券を売買すること。売買成立後は、規定に従って売買成約報告書を作成し顧客に提出すること」、143条は「証券会社において仲介業務を行う場合、証券売買、証券の種類を選択、売買数量及び価格の決定について顧客から全権委託を受けてはならない」と定めており、同条項に違反する全権委託協定は無効となる。「深圳、上海証券取引所規則」30条は「投資家が証券を売買する場合は、取引所の指定する登録決済機関の規程に従い、実名方式により会員（証券会社）において証券取引口座及び資金口座を開設し、会員と証券売買委託協定を締結すること」と定めている。

られる。さらに、仲介業務の規範化や仲介業者の会員資格管理などの新たな課題への対応も迫られる。こうした要請により、最終的には取引制度と証券会社仲介業務の根本的な変革・発展が促されるだろう。

著者紹介

何 以 (He Yi)

中国証券監督管理委員会 発行管理監督部

1985 年生まれ。2008 年中国人民大学卒業、2013 年中国人民大学法学院民商法学博士号取得。主要著書に『多様な資本市場の法律問題研究』などがある。

白 牧蓉 (Bai Murong)

中国人民大学法学院 民商法学専攻博士課程

1985 年生まれ。2008 年中央財經大学金融学院卒業。2011 年蘭州大学法学院修士課程卒業。主要著書に『中国証券会社：現状と未来』（共著）などがある。

・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。

・中国証券監督管理委員会は、国務院の直属機関として全国の証券・先物市場を監督・管理する行政機関である。



Chinese Capital Markets Research