

香港取引所の上場監督機能をめぐる議論

2003年3月21日、香港の上場監督機能の見直しについて、財政長官の諮問を受けた専門家グループが報告書を発表した。報告書は、昨年以降議論となっている香港市場における上場監督機能のあり方について、香港取引所¹から上場監督機能を分離するという提案を行い、取引所の自主規制機関としての役割があらためて問われる結果となった。

1. 議論の経緯

1) ペニー・ストック問題

今回の香港取引所からの上場監督機能の分離に関する議論は、2002年7月26日金曜日に生じたペニー・ストック問題に端を発する。ペニー・ストック問題とは、香港取引所がこれまで明確でなかった上場廃止について基準を設けることを提案²したことから、その後、株式市場の暴落を招いたというものである。

提案された上場廃止基準には、赤字の継続年数や、純資産の状況、時価総額の水準、事業規模の縮小などの財務数値に加えて、株価水準による基準も含まれていた。具体的には直近30日の平均株価が0.5香港ドル（約7.5円）未満の株式について上場廃止とするという内容で、提案が公表された翌日の7月26日には、株価基準に抵触する恐れのある低位株中心に売り注文が殺到した。株価が0.5香港ドル未満の株式いわゆるペニー・ストックの売買代金は前日の3.4倍に膨らみ、市場平均³の株価下落率がわずか1.6%であったのに対して、ペニー・ストックでは平均で10%の下落となった。また、20%以上値を下げた株式66銘柄のうち62銘柄がペニー・ストックであり、中には一日で88%も値を下げた銘柄もあった。

もともと香港市場において低位株が増加していることについては2000年頃から議論されるようになり、香港取引所の上場基準の見直しもこうした状況への対応を意図したものであったが、皮肉にも実際に低位株が市場へ悪影響をもたらすきっかけを香港取引所が作る事となってしまった。

株式市場への影響を重く見た財政長官、証券先物委員会（SFC）および香港取引所は、提

¹ 正式名称は香港交易及結算所（Hong Kong Exchange and Clearing Limited）。取引所や清算会社を子会社として保有する持株会社。

² 2002年7月25日木曜日に公表。<http://www.hkex.com.hk/library/listpaper/HKEX_Cover_Jul.pdf>

³ 全銘柄の加重平均値。

案の内容はすぐに実施されるものではないことを強調するなど、投資家に冷静な判断を求めるよう相次いでコメントを発表した。また、香港取引所は、27 日土曜日に提案内容への意見受付期間を 8 月から 10 月に延長する旨を公表し、さらに 28 日日曜日には提案の上場廃止基準の部分（パート C）を削除し、10 月にあらためて提案書の修正版を提示することを公表した。

こうした対応により翌週の市場は落ち着きを取り戻したが、一連の事態を引き起こした原因を究明するため、財政長官は 31 日水曜日に取引所や SFC の委員を歴任してきた専門家 2 人による特別の委員会（PIPSI）を招聘し調査を依頼した。

図表 1 香港取引所メインボード上場企業に占める低位株の状況

	97年末		98年末		99年末		00年末		01年末		02年8月末	
	社数	シェア	社数	シェア	社数	シェア	社数	シェア	社数	シェア	社数	シェア
0.5HK\$ 以下	140	21%	302	44%	306	44%	355	48%	371	49%	408	51%
0.3HK\$ 以下	65	10%	209	31%	210	30%	252	34%	271	36%	320	40%
0.1HK\$ 以下	28	4%	65	10%	91	13%	91	12%	118	16%	157	20%
0.01HK\$	0	0%	0	0%	0	0%	5	1%	10	1%	16	2%
上場企業合計	658	100%	680	100%	701	100%	736	100%	756	100%	794	100%

（出所）香港取引所資料

2) ペニー・ストック問題調査委員会の報告

ペニー・ストック問題を調査した委員会は 2002 年 9 月 9 日に報告書を公表した。報告書では、香港取引所が上場基準の見直し案を作成するまでの過程や、7 月 26 日以降に証券市場で生じた事象、それに対する政府や監督機関、取引所の対応などについてクロノロジカルに詳細な検討が行われた。その結果、今回の問題が、香港取引所や SFC、財政局といった監督機関と市場関係者とのコミュニケーションの不足、監督機関の間での調整不足、さらには市場に与える影響についての検討不足に起因していることが指摘された。

香港取引所において上場に関する最終的な意思決定を行うのは、市場関係者や上場企業、弁護士や会計士から構成される上場委員会である。ところが、今回の上場基準の見直しに関して上場委員会に詳細が伝えられたのは公表のわずか 2 週間前で作成過程にはほとんど関与していなかった。また、上場委員会のほかにも、香港取引所には外部の声を政策に反映させるための諮問委員会や、社外取締役といった制度があるが、これらの機能についてもほとんど活用されなかった。

上場基準の変更は最終的には SFC の承認を受けるという手続きを踏むこととなるが、実質的には SFC が初期段階から大きく関与しており、香港取引所の自主性はほとんど発揮されていなかった。問題となった株価基準についても、当初、香港取引所は単に取引システム上の問題からもっと低い株価（0.01 香港ドル）を提案していたのに対して、SFC が投機家による相場操縦などを問題として引上げを迫ったという経緯も紹介されている。一方で、

市場への影響や経済への影響について考察すべきである。財政局や局長、財政長官との情報交換は不十分で、見直し案の詳細については全く議論されていなかった。

調査委員会は、以上のような状況を踏まえて、以下のような提案を最終的にまとめた。

- ① 香港取引所、SFC および政府は、香港取引所の上場委員会などの市場関係者とのコミュニケーションの場を十分に活用すべきである。
- ② 上場基準の変更などの市場制度に関わる重要な変更において、予想される市場への影響についてもっと十分に検討を行うべきである。
- ③ 最終的な詳細な基準の変更案についてだけでなく、提案書の背景となっている考え方や作成過程で提示された様々な意見についても公表すべきである。
- ④ それぞれの監督機関や取引所、さらには取引所の上場委員会などの関係や役割について再検討すべきである。
- ⑤ 少数株主への影響についてもっと配慮し、また、過剰反応を引き起こさないように投資家教育を十分に行うべきである。

今回の出来事については、投資家から香港取引所や SFC について一連の手続きに対する批判の声が大きく上がっており、財政長官は、調査委員会の提案の④にも対応する問題である現在の証券市場の監督体制、特に上場に関する監督体制について再検討を行う専門家グループを 9 月 26 日に新たに招聘した。

専門家グループは 2003 年 3 月 21 日に報告書をまとめ、その中で、香港取引所から上場監督機能を分離し SFC の下に置くことを最終的に提案したのである。

図表 2 香港における上場基準の変更を巡る一連の動き

2002 年	
7 月 24 日	・ 財政局、証券先物委員会、香港取引所が上場規定及び手続きの見直しについて合同発表。
7 月 25 日	・ 香港取引所が上場基準の変更及び上場廃止基準の設定に関する提案書を公表。
7 月 26 日	・ 上場廃止基準の設定を嫌気して香港市場の株価が暴落。 ・ 財政局、証券先物委員会、香港取引所が、提案書の内容は、すぐに実施されるものではないことを強調。
7 月 27 日	・ 香港取引所が提案書への意見の受付期間を 2002 年 8 月末から 10 月末へ延長。
7 月 28 日	・ 香港取引所が提案書から上場廃止基準に関連する部分（パート C）を削除。
7 月 31 日	・ 財政長官が 25 日に公表された香港取引所の提案書に関連して、上場基準の変更手続きなどを調査する委員会（PIPSI）を招聘。
9 月 9 日	・ PIPSI が報告書を公表。
9 月 26 日	・ 財政長官が PIPSI の報告書を受けて、上場審査及び監督体制を再検討するために専門家グループを招聘。
11 月 15 日	・ 香港取引所が上場基準及び上場廃止基準に関する提案書の修正版を公表。
2003 年	
3 月 21 日	・ 専門家グループが上場審査及び監督機能を取引所から分離し、証券先物委員会の下に移管することを提案する報告書を公表。 ・ 財政長官が専門家グループの提案を歓迎するコメントを提示。 ・ 香港取引所は専門家グループの提案に対して落胆の意を表明する一方で、今後、提案内容の実現へ向けて政府及び証券先物委員会と協力していくことを表明。
3 月 23 日	・ 香港取引所が取締役会の意見として、今後、専門家グループの提案内容の実現へ向けて政府及び証券先物委員会と協力していくことを再度表明。
4 月 1 日	・ 香港取引所が、一転して、専門家グループの提案内容に反対する意見書を財政長官に提出。
4 月 10 日	・ 財政長官が専門家グループの提案の導入についてより広範囲の意見を集めるためにコンサルテーションを実施すること、その間（12～18 ヶ月）は上場部門は香港取引所に留まることを発表。 ・ 香港取引所が、コンサルテーションを実施する財政長官の決定を歓迎し、協力することを表明。

（出所）野村総合研究所

2. 専門家グループの提案

1) 専門家グループが指摘する香港市場の問題点

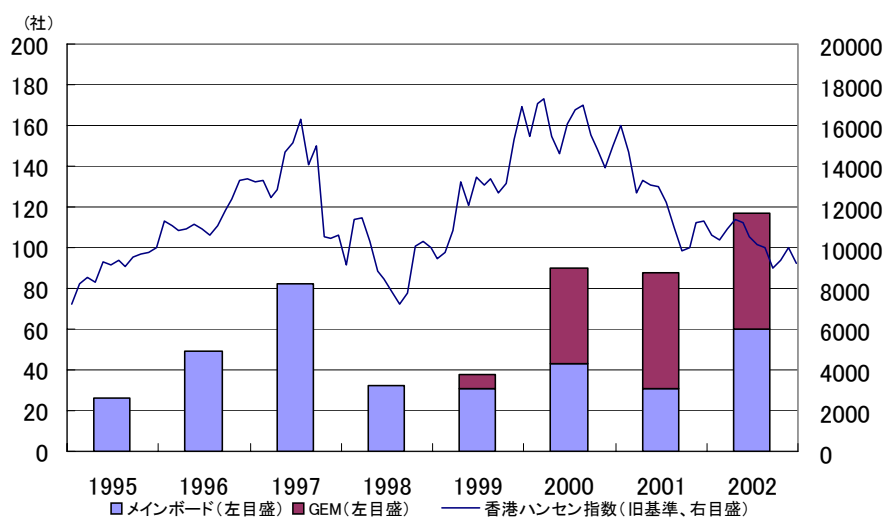
専門家グループは、オーストラリアの元証券監督局長官、上場企業の会長及び社外取締役の歴任者、元投資銀行の会長といった証券市場での経験が深い各分野の専門家 3 者で構成された。報告書の作成に際しては、市場関係者から意見書を募り、また、委員個人の人的ネットワークを生かしたインタビューを利用するなど、広範囲な市場関係者のバランスの取れた意見を報告書に反映させることが求められた。

ペニー・ストック問題調査委員会の報告書は、昨年 7 月に生じた問題について、その直接的な原因を具体的に調査する内容であったが、今回の専門家グループの報告者は、問題を引き起こす背景となった香港市場が現在抱えている問題点について、ここ数年の状況について広範囲に議論を行っている。

専門家グループは、現在の香港市場の問題について、①市場の質、②取引所の利益相反、③上場企業の監督体制、④市場仲介者の監督体制、⑤監督機関間のコミュニケーションに分けて指摘を行っている。

市場の質については、香港取引所が相場環境が悪いにもかかわらず新規上場企業を増加させていることについて、他の取引所との競争上クリティカル・マスを確保するために質を犠牲とした新規上場を行っているのではないかということが議論されている。世界的に IPO 市場が冷え込む中、香港では 2002 年にメインボードと新興市場の GEM の合計で 117 社の新規上場があった（図表 3）。報告書では、IPO 時の募集倍率が低かったケースが多いこと、上場後のパフォーマンスが著しく悪いケースが多いこと、上場後にほとんど売買が行われていないことなどから、通常の新規上場とは異なるインセンティブが取引所や上場企業、仲介業者などの関係者に働き、システム自体に欠陥が生じているのではないかと議論している。

図表 3 香港取引所の新規上場企業数の推移



(出所) 野村総合研究所

ちなみに 2002 年に新規上場した 117 社のうち 2003 年 2 月時点で IPO 価格を下回っているのは 60%で、中には 90%以上も株価が下落しているものもあり、8 社では時価総額が IPO 時の資金調達額を下回る状況にある。上場後にディスクロージャーの不備や経営者の不正取引などが表面化したケースも散見された。特に、GEM に上場した 57 社については、2003 年 2 月時点の株価が IPO 価格を下回っているものが 80%もあり、また、約半数の銘柄については市場で全く取引されていないような状況となっているという。このように、質の低い上場企業が増えることが投資家の香港市場に対する不信を招き、市場の流動性の低下によって、質の高い企業の価値や資本コストまでも影響がもたらされることが懸念されて

いる。

利益相反については、香港取引所が上場企業として収益をあげるインセンティブがある一方で、収益を生まない監督部門へ資源を配分することに消極的なのではないかという点が議論されている。香港取引所では、利益相反を防止するために、上場委員会や社外取締役といった制度を導入していたが、実際にはほとんど機能していなかったことが指摘された。特に、委員が非常勤かつボランティアで参加していることや、上場企業や仲介業者の代表に偏り、投資家の代表がほとんど含まれていなかったことなどが指摘されている。また、報告書では、上場部のスタッフの多くがストック・オプションを保有し、さらには、全従業員が香港取引所の業績にリンクした報酬を受け取る仕組みとなっていた点も利益相反がうまくコントロールできなかった理由としてあげられた。

上場企業の監督体制については、政府、SFC、香港取引所の間で機能があいまいかつ複雑に分散していることが指摘された。上場企業を直接的に監督する機関は香港取引所であるが、調査権限もなく厳重な処罰を加えることができないため、効率的かつ効果的な監督が出来ていない。また、香港上場企業の約 8 割が海外で設立された企業であることから、海外の監督機関との連携が重要となるが、取引所ではその役割を担うことが難しいことなどが主張されている。したがって、SFC のように法的なバックグラウンドを持つ強力な権限をもった機関が、企業全般にわたる監督を行う必要性があると主張されている。

市場仲介者の監督体制については、これまで違法行為等に対する処罰が厳格でなかった点が指摘されている。近年、会計士や弁護士、上場をサポートする投資銀行などの不正行為への関与が問題となるケースも多くなってきており、市場仲介者が上場企業のデュー・ディリジェンスをしっかりと行っていないことが問題となっている。処分や罰金等が、不正行為を行うことから得られる利益と比べてあまりに軽いことから、効果をほとんどあげていないとしている。

監督機関間のコミュニケーションについては、量の問題よりもその質に問題があると指摘している。しばしば、それぞれの監督機関が相互に矛盾するメッセージを市場に対して発するものこのためであるとする。また、政府による SFC への干渉や、SFC による取引所への干渉も多く、それぞれの役割と責任が不明瞭になっている点も指摘されている。2003 年 4 月 1 日施行の新しい証券先物法で導入される 2 重登録制度⁴によって上場企業に対する SFC の監督権限が強化されたが、取引所による自主規制機能との間の調整や重複による非効率が生じる可能性について指摘している。

⁴ 上場企業は上場関連資料やその後の決算開示資料、適時開示資料など香港取引所に対して提出する資料について SFC にも提出しなければならない。また、SFC は提出された資料に関連して、追加の情報を求めることが可能で、場合によっては上場について異議を唱えることが可能となった。

2) 専門家グループの提案

以上の問題点を解決するため、専門家グループは上場監督機能を香港取引所から分離し、SFCの下に置くことを最終的に提案した。この方式は2000年にロンドン取引所が商業目的の株式会社に組織転換する際に、FSAに上場監督機能を移管したのとはほぼ同じ内容である。

具体的には、新たにSFCの下に香港上場監督機関（HKLA）を設置し、上場基準の設定や上場審査の機能を担わせるという提案で、HKLAには、香港取引所から移籍する上場部の人員を含めて実務経験が豊富な専門スタッフを配置する。また、市場関係者など外部の意見を反映させる機関として新たな上場委員会を設置する。ただし、新しい上場委員会については、従来、香港取引所に設置されていた上場委員会のように、最終的な上場の承認及び否認の権限は与えず、HKLAの政策や判断に対してアドバイスを実施する機能に止める。これは、問題とされた非常勤の委員による業務の限界について考慮した結果である。また、HKLAが設定する上場基準については、法律的な性格を与えないガイドラインのようなものとし、柔軟性を保つことが提案されている。

上場監督機能の移管と同時に、香港取引所の役員の人選や業務の運営については、今後、政府やSFCの関与を弱め、香港取引所がこれまで以上に商業目的に専念できるようにする。HKLAはコスト回収ベースで上場手数料及び上場維持手数料を直接上場企業に課す一方で、香港取引所の経営にとって今回の措置が不利とならないように取引所も独自に手数料を課すことができるとしている。ただし、上場企業の負担が増加しないよう手数料の総額は現在の水準を超えないものとされている。また、香港取引所は、HKLAの設定する上場基準に抵触しない範囲において、独自に上場基準を設定することができる。つまり、HKLAよりも厳しい基準を導入することや、基準の異なるセグメントを設けることなどの経営裁量を香港取引所に与えている。

この他、上場企業以外の企業の監督についてもSFCへ集中させることや、上場仲介機関への監督及び罰則の強化、大陸系上場企業の増加に対応して中国証券監督管理委員会（CSRC）とSFCとの連携を強化することなどが打ち出された。

3. 香港取引所の反応

財政長官は、専門家グループの報告書が発表された3月21日に、提案内容を支持するコメントを公表した。また、今後、政府はSFCと香港取引所と協力し、早急に導入へ向けたプランを作成し、行政議会に提出することで、18ヶ月以内に提案内容を実現するとした。

一方、香港取引所は、報告書の内容については失望の意を示したものの、政府が提案内容を指示するのであれば、全面的に協力していく旨の意見を即日表明した。また、2日後の3月23日には、取締役会の意見として、同様のコメントを再度公表した。

ところが、4月1日に香港取引所は、一転して、専門家グループの提案内容の問題点を指摘し、もっと十分な検討が必要であると主張する手紙を財政長官向けに提出した。一旦は取締役会で提案内容に従う旨の意見を表明していただけに、香港取引所の経営陣の間でかなり議論が混乱している状況にあることがうかがえる。

手紙の中で香港取引所は、専門家グループの提案について、他の代替案を十分に検討しないまま英国で採用されている監督の仕組みを導入しようとしていると批判している。専門家グループは、ロンドン市場が国際優良銘柄中心の市場であるのに対して、香港市場がアジアの新興市場の役割を担っていることを十分に考慮していないとしている。特に、中小企業や中小投資銀行について市場から排除するような内容となっていることを問題点として指摘している。また、香港取引所が以前に専門家グループへ宛てた意見書において、米国などにおいて採用されている2重登録による監督システムや⁵、上場監督機能を子会社に移すことを提案したが、それらについて十分な分析と検討がなされていないとしている。

香港取引所は、SFCに規則の策定と執行、規則違反の調査及び制裁の機能を集中させることが監督システムに構造的な偏重をもたらし、投資家がシステムの信頼性に疑問を投げかける状況となることを懸念し、現行の3層構造による監督システムがチェック・アンド・バランスの面でも優れていると主張している。さらに専門家グループは、上場基準をSFCが設定することにより法的な強制力を持たせる一方で、市場の動向に合わせて柔軟性を保つために作成・改定について法的な手続きを要しないガイドラインのようなものにすることを提案しているが、その構造には矛盾が多く実現は難しいのではないかと主張している。

また、常勤の専門スタッフを強化する一方で、非常勤の実務経験者の上場審査への関与を弱めることを専門家グループは提案しているが、市場関係者や投資家、実務者の声を反映させることを目的とした現在の市場委員会の機能を低下させることは問題であり、さらに市場委員会を解散しないという2002年7月の政府の決定を覆すものとなると述べている。

上場監督機能の移管に際して、発行者のコストや香港取引所の収益に影響をもたらさないように考慮することについては、具体的な方法については述べられておらず、そもそも実現可能なかが疑問であるとしている。

このように香港取引所は、専門家グループの提案全般にわたって検討不足を批判し、過去12年間にわたって機能してきたシステムを大幅に変更するような内容については、もっと慎重な分析を行い、より広い範囲の市場関係者の意見を反映して実施すべきであるとしている。財政長官は、香港取引所の主張を受けて、4月10日には、専門家グループの提案の導入についてより広範囲の意見を集めるためにコンサルテーションを実施すること、その間（12～18ヶ月）上場部門は香港取引所に留まることを発表した。

⁵ 香港では2003年4月1日施行の新しい証券先物法により、2重登録システムが既に導入されている。

4. 取引所の自主規制機能に関する議論

香港市場で生じた一連の事象では、上場基準の変更という取引所が本来持つ自主規制機能の一部を発揮しようとしたことが発端となって市場の混乱を招いてしまい、最終的には自主規制機能そのもののあり方や分離にまで議論が及んだ。特に論点となったのは、株式会社として営利を追求する目的と、監督機関としての役割との間の利益相反の問題である⁶。

近年、世界各国において、多くの取引所が非営利の会員組織から、営利を目的とする株式会社に組織転換している⁷。その際に必ず大きな焦点となるのがこの利益相反の問題である。会員組織の取引所においても、以前から所有者兼利用者である会員と公共の利益の間に利益相反が存在することは問題とされてきた。取引所の株式会社化については、所有者と利用者が分離されることで利益相反の問題が多少解決されるという主張もある。つまり、取引所にとって公共の利益に資することが競争力、ひいては価値評価において重要な要素であると投資家が判断すれば、利益相反の問題が軽減されるという見方である。

しかし、株式会社化により、これまでコスト回収ベースで運用されてきた経営を株主のために収益を追求する経営に変えていかなければならないのも事実であり、新たな利益相反が生まれる余地も否定できない。例えば、利益をあげるための諸手数料の安易な引上げや、コスト部門である監督部門のリソースの削減などである。また、取引所のビジネスが、情報サービスやシステム販売事業などへ多様化する中で、上場している企業とビジネス上競合するケースも増えている。将来的には競合する他の取引所が上場してくることも考えられ、競争相手を不当に取り扱うといった形の利益相反も生じる可能性がある。

取引所の株式会社化ではこのような利益相反の問題に対応するために、様々な仕組みが導入されてきた。例えば、取引所が自らの取引所に上場する場合には、取引所の上場に際しての審査及びその後の監督については、証券監督当局が担当するケースがほとんどである。また、香港における上場委員会のように、過半数が外部のメンバーで構成される独立の委員会に、上場に関する最終的な決定権限もしくは監督機能を付与している例も多い。

監督機能を別会社に移管することで、利益相反への対応をより明確にするケースもある。オーストラリア証券取引所では、取引所の自主規制機能を監督するための子会社（ASX Supervisory Review Pty Limited）を設立し、トロント証券取引所では自主規制機能そのものを担う機関として、コスト回収ベースで運営される会社（Market Regulation Service Inc.）を証券業協会と共同で設立している。また、今回、専門家グループが参考としたロンドン取引所については、2000年に商業目的の株式会社となるのとほぼ同時期に、上場監督機能を

⁶ 取引所の株式会社化と利益相反については、IOSCO（証券監督者国際機構）のテクニカル・コミッティーのレポート“Issues Paper on Exchange Demutualization,”
<<http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD119.pdf>>を参照。

⁷ 取引所の株式会社化については、大崎貞和『株式市場間戦争』（ダイヤモンド社、2000年）、大崎貞和「株式会社形態の取引所を認める証券取引法改正」『資本市場クォーターリー』2000年夏号、落合大輔「相次ぐ欧州取引所の株式公開」『資本市場クォーターリー』2001年夏号を参照。

金融サービス庁（FSA）に移管している。

香港取引所も 2000 年の株式会社化に際して、上場委員会や諮問委員会、社外取締役制度など利益相反を防止する仕組みを導入していた。しかし、これらの仕組みが実際には十分に機能を発揮できず、結果として利益相反を防ぐことが出来なかった可能性について今回指摘されているのである。専門家グループは、様々な仕組みは利益相反の発生を抑えることはできても、可能性を根源から断つことはできないと主張し、最終的に、上場監督機能の取引所からの分離という形で利益相反の原因そのものを取り除く提案を行った。この提案は、取引所にとっては、自主規制機能を担うことから生じる負担や責任から開放され、より純粋に収益を追及できる体制に転換できる一方で、単なる上場関連収入の減少に留まらず、経営裁量の縮減やレピュテーションの喪失など経営モデルに大きな影響をもたらす可能性がある。

今回、香港で生じた事象は、香港市場の特殊な状況による影響も大きいと思われるが、株式会社となった取引所の経営における利益相反の問題が現実のものとなったきわめて貴重なケース・スタディであるともいえる。また、一度失墜したブランドの回復が如何に困難であるかについても重要な示唆を与えてくれる。

わが国においても、証券取引所が将来の上場に向けて準備を行っている状況にあり、今回の香港のケースは、今後、利益相反の問題に対処するための十分かつ効果的な体制整備について議論していく上で重要な参考となろう。

（井上 武）