

## 第7章

### 香 港

森下哲朗

#### 第1節 香港市場

香港はアジアにおいて、日本、シンガポールと並ぶ国際的な金融マーケットである。香港の憲法ともいえる香港基本法においても、香港政庁は香港の国際金融センターとしての地位を維持するために適当な経済や法的な環境を提供しなければならないと規定されている（基本法 109 条）。

2006 年末の香港証券取引所の上場株式の時価総額は、1 兆 7,150 億米ドルであり、アジアでは東京証券取引所に続き（4 兆 6,140 億米ドル）、第 2 位となっている（川村[2007: 97]）。2004 年／2005 年の香港の株式市場における地元投資家の売買比率は 57% であり、地元投資家の 48% は小規模ブローカー経由の発注であるとされる（川村[2007: 109]）。

香港市場は 2 度にわたり大暴落を経験しており、その度に法制度の整備を図ってきた。まず 1973 年 12 月には Hang Seng 指数が 10 分の 1 にまで大暴落するような事態が生じ、大損害を被った多くの投資家が証券市場を去った。その当時は、証券市場を規律する規制は殆どなかったため、香港政庁は 1974 年 3 月に証券条令(Securities Ordinance)を制定した。この証券条令によって証券市場の監督者としての証券委員会(Securities Commission)が設立された（以上につき、Hsu et al.[2006: 18ff]）。次に 1987 年 10 月には世界的なブラック・マンデーによって株価が大暴落した。同年 11 月に Securities Review Committee が設置され、同委員会は 1988 年 5 月に、証券市場の監督の問題点と改善策等をまとめたレポートを公表した。このレポートを受けて、1989 年に Securities and Futures Commission Ordinance が制定され、証券先物委員会(Securities and Futures Commission : SFC)が組織された（Arner et al.[2006: 2ff.]; Hsu et al [2006: 20ff]）。なお、2002 年には、香港の国際金融センターとしての地位強化のための施策の一環として、Securities Ordinance と他の関連法令を統合し、証券先物取引についての包括的な法典である Securities and Futures Ordinance (SFO)が制定された（Arner et al. [2006: 3]）。SFO は現在の証券規制に関する基本法典である。

香港の証券規制や個人投資家についての評価は一樣ではないように思われる。

香港の規制については、英国のコモンローをベースとしていることを反映して、経済的な事項については歴史的に自由を重んじるアプローチ (*laissez-faire approach*) を採用しており、金融機関の規制も比較的緩やかであったのであって、これが香港が国際的な金融センターの一つとして成長した原因の一つであるとの見方がある(Hsu et al.[2006: 89])。他方で、香港では政府・監督当局と業界の結びつきが強く、規制は公益を考慮してなされるよりも、監督者と業界との交渉の結果として生み出されることが多く、投資家の利益を増進させるような規制が導入されるのは過去の大暴落のような危機的な事態を受けて世論の圧力がある場合である、との見方も存在する (Hsu, et al. at 24)。とはいえ、近年では国際的な投資家保護への関心の高まり等を受けて、投資家保護のための規制は強化されてきている (Hsu et al.[2006: 95ff])。

2007年12月に筆者が行った現地調査の際には、香港の個人投資家について、一般に金融に関する情報に接する機会が多く、また、香港が金融の中心地であることを誇りに思っている人も多い、また、証券市場の大暴落も経験しており、市場が変動するもの、証券投資はリスクを伴うものであるということを多くの人が身にしみて知っている、といった見方に接した。他方で、多くの個人投資家はリスクについて十分な知識を有しておらず、目論見書等も読まないなのであって、投資をする前に市場の分析をすることもない、とする文献もある (Hsu et al.[2006: 25ff])。

2005年にSFCが実施したRetail Investor Surveyは、香港の個人投資家の状況について、興味深い結果を示している(SFC [2006])。それによれば、香港の成人の約36.8%が過去2年間に何らかの投資商品を購入したことがあるとされる。最も一般的な投資対象は香港の株式であり(28.3%)、投資ファンド(managed fund)(18.1%)、普通債(plain vanilla bonds)(4.9%)が続く。株式に投資している個人投資家の59.4%が銀行のみを、27.2%がブローカーのみを通じて取引を行っており、13.4%は双方を利用している。株式に投資している個人投資家の28.3%が過去2年間にオンラインで株式投資をしたことがある。香港の成人の7%あるいは個人投資家の19.2%が過去2年間に投資アドバイザーを使ったことがある。ここで、投資アドバイザーとは単なるブローカーとは異なり、投資商品に関してアドバイスを行う者をいう。投資家が投資商品についてどの程度の知識を有しているかについても調査がなされており、平均で7問中3.39問の正解であったとされる(質問は、たとえば、株式をブローカーや銀行に預けている場合に投資家は株主総会で議決権を行使できるか、利率が下がった場合に一般に債権価格はどうなるか、といったものである)。SFCによる投資家教育としてどのような活動を知っているかという質問では、SFCが運営する投資家教育のためのウェ

ウェブサイトや、プレス・リリースを通じた詐欺的なサイトや違法な業者に関する情報提供、投資家教育のためのテレビ番組、新聞のコラム等が挙げられている。個人投資家がどのようなかたちでの投資家教育を望んでいるかという問いでは、テレビ番組(73.6%)、新聞(46.6%)、ラジオ(45.1%)の順番であった。なお、殆どの投資家が、証券業界はどのように投資判断をすべきかについて大衆をもっと教育すべきである、と回答した。

香港株式市場の近時の傾向としては、中国本土からの企業の上場や中国投資家の市場参加があげられる(川村[2007:99ff])。しかし、中国企業のコーポレート・ガバナンスは問題を抱えており(川村[2007:101])、また、中国投資家の成熟度は低いといった指摘がある。

## 第2節 規制主体

### 1. 3層構造

香港の証券規制は3層構造をなしている(Hsu, et al.[2006: 67]; Arner et al.[2006: 13])。第一に、香港政庁である。香港政庁は日々の監督には関与しないが、香港政庁は金融システム全般や個々の金融セクターに関する戦略や政策の決定について一般的な責任を負っている(Arner, et.al, at 13)。たとえば、香港政庁の Chief Executive は、SFC の Chairman 等を任命したり、SFC に対して書面により規制目的の推進や SFC の職務の遂行に関する指示を行うことができる。また、Financial Secretary は SFC に対して政策等に関する報告を求めることができ、SFC は自身の財務状況等について Financial Secretary に対して報告しなければならない。

第二に、SFC である。香港では、日本とは異なり、証券、銀行、保険それぞれに異なる監督主体が監督を行っている。証券分野の監督を担当しているのが SFC であり、香港の証券規制についての中核的な役割を果たしている。なお、銀行部門については Hong Kong Monetary Authority (HKMA)が、保険部門については Office of the Commissioner of Insurance (OCI)が主たる監督機関である(Hsu et al.[2006: 55])。

第三に、自主規制機関である。現在では、Hong Kong Exchanges and Clearing Company Limited (HKEx)が証券・先物市場に関する自主規制機関としての役割を果たしている(Arner, et.al, at 14)。かつては、Hong Kong Exchange が Self-Regulatory Organization として顧客保護についても規制を行っていたが、2000年に Hong Kong Exchanges と Clearing Company Limited が合併したのを機に、多くの規制権限は SFC に移管した。現在は、上場証券についての listing

rule を通じて、SFC と協議をしながら、上場証券の発行者による開示規制を担当している<sup>1</sup>。

## 2. SFC

SFC は 1989 年にできた non-governmental organization である。SFO では、SFC の監督目的として、①証券・先物産業の公正・効律・競争力・透明性・秩序の維持、②証券・先物産業の作用と機能についての一般大衆の理解の促進、③一般投資家の保護、④証券・先物産業における犯罪や不正の抑止、⑤システミック・リスクの削減、⑥証券・先物産業に関して適切な施策を行うことによって金融の安定維持に関して Financial Secretary を支援すること、が挙げられている(SFO 4 条)。

SFC には 4 つの業務部門、人事・財務・広報・投資家教育等の Corporate Affairs 部門、そして法務部門が存在する(SFC [2007: 5])。

4 つの業務部門は以下のとおりである。

①Corporate Finance Division : TOB 規制、株式・社債等の開示やマーケティング(prospectus 等)の監督、上場に関する証券取引所の監督等を担当。

②Enforcement Division : 市場における不正行為の監視、業者が法令違反等を犯した場合の調査、行政処分、刑事訴追等を担当。

③Intermediaries and Investment Products Division : 証券業者(Securities Intermediaries)や投資商品の監督を担当し、3 つの部署から構成される。

-Licensing Department: 免許の対象となる業務 (regulated activities) についての免許の付与等を担当。

-Intermediary Supervision Department: 証券業者についてのガバナンス、財務状況、リスク管理、行為規制の遵守状況等についての継続的な監督等を担当。

-Investment Product Department: ユニット・トラスト、投資信託等の collective investment products についての商品設計や広告を監督等を担当。

④Supervision of Markets Division : 取引所や決済機関の監督、市場インフラの強化、投資家保護基金の監督等を担当。

監督との関係で注目すべきは、証券業者の監督が段階に応じて 3 つのセクションによって分担されているという点である。具体的には、Licensing 部署はライセンスの付与だけを担当し、その後の継続的な監督・検査は intermediary supervision 部署が担当する。ひとたび、

---

<sup>1</sup> Listing rule については、Hsu et al.[2006: 76ff]を参照。

法令違反が生じ行政処分や刑事手続が必要となると enforcement 部署の所管となる。

著者の現地調査によれば、Intermediaries Division には会社毎に担当者がいて証券業者からの相談に乗ってくれる一方、ノー・アクション・レターといった制度は存在しないとのことである。また、同じく筆者が現地調査を通じて聴取したところ、総じて、SFC と証券業者の関係は良好であると考えられているようである。ただし、SFC に相談をした場合に SFC ははっきりとした答えは言わず、defensive になる傾向があるので、もっと open-minded ではないのか、といった意見もあるようである。

### 第3節 規制枠組み

#### 1. 規制枠組み

証券規制に関するルールは3層構造を成している。

第一は、証券規制の基本法であり、2002年3月に公布され、2003年4月に施行されたSFO(Securities and Futures Ordinance)である。SFOは、監督機関であるSFC、業者規制、行為規制、市場秩序維持等、証券規制全般について規定する。

第二は、SFOにおける授権に基づきSFCが制定する subsidiary legislation である (Arner et al.[2006: 6ff])。SFO397条では、多様な事項について、SFCに rule を制定する権限を与えている。また、SFO148条は顧客の証券を扱う方法等についてSFCはルールを定めることができる (The Commission may make rules requiring intermediaries ..... to treat and deal with client securities ..... in such manner as is specified in the rules.) と規定し、SFCはこの規定に基づき、Securities and Futures (Client Securities) Rules を定めている。また、顧客の金銭の扱いについても、SFO149条に基づき、Securities and Futures (Client Money) Rules が定められている。

第三は、SFCが定める様々な Code や Guideline である。SFO399条では、SFCは監督目的を促進したり、SFOにおけるSFCの機能に関する事項やSFOの各条項の実施に関して、Code や Guideline を公表することができるものと規定している。Code や Guideline は法令としての効力を持つものではなく、法的に強制力を有するわけではないが、証券業者が Code や Guideline を遵守しない場合には、当該証券業者の経営が適合性・適切性(fitness and properness)を欠くものとして、SFCによる処分の対象となりうる(HKSI [2006: 1-20])。Codes of conduct, guidelines, circulars をまとめたものとして、Regulatory Handbook が存在する。Regulatory Handbook は大きく2巻に分かれており、SFCのホームページ上で常に最新の内容を参照することができる。1巻はSFCの役割や規制におけるアプローチに関するもので、

2巻は他の様々な codes に関するものである。

上記の3層のうち、具体的にどのレベルのルールが証券業者の実務にとって重要な意味を有するかは、事項によって様々である。たとえば、空売り禁止については SFO 自体が相当具体的なルールを定めている。他方、顧客財産の取扱いについては、SFO では SFC がルールを定めることができる旨が規定され、具体的な規制は SFC の定めるルールに委ねられている。証券業者の行為規制については、SFO の 168 条は、SFC はルールを制定することができる旨を規定し、169 条は、SFC は証券業者が業務を行ううえで従うことが期待される実務と基準に関する指針を与える目的で Code of Conduct を公表することができる (the Commission may publish, ....., codes of conduct for the purpose of giving guidance relating to the practices and standards with which intermediaries and their representatives are ordinarily expected to comply in carrying on the regulated activities for which the intermediaries are licensed or registered) と規定するが、実際には SFC は 168 条に基づく Rule ではなく、169 条に基づく Code of Conduct を定めており、この Code of Conduct が実務にとって重要な意味を有している。SFC が Rule ではなく、Code of Conduct を活用しているのは、Code of Conduct の方が Rule に比べて制定や変更等が比較的容易であるためであるといった見方もあるようである。また、現地調査の際には、Code of Conduct が法文のような形式ではなく、分かりやすい文体で書かれていることを評価する見解にも接した。

なお、上記の他、SFC はその監督上の考え方を証券業者等に伝えるため、circulars を出している (Arner et al.[2006: 12])。たとえば、2007 年 5 月には“Circular to All Licensed Corporations : Questions and Answers on Suitability Obligations”を公表し、適合性原則についての SFC の考え方を業者に対して伝えている。

## 2. S F O

SFO は 409 条からなる包括的な立法であり、以下の 17 章に分けられる (Hsu et al.[2006: 71ff])。

### (1) Preliminary

～定義規定が置かれている。

### (2) Securities and Futures Commission

～SFC の目的、機能、義務、組織、政府との関係等について規定する。

### (3) Exchange Companies, Clearing Houses, Exchange Controllers, Investor Compensation Companies and Automated Trading Services

～取引所、決済機関、取引所管理機関、預金保護会社の recognition や ATS の authorization 等について規定する。現在、HKEx が唯一の recognized exchange controller であり、2つの取引所 (the Stock Exchange of Hong Kong Ltd と Hong Kong Futures Exchange Ltd) と3つの決済機関(Hong Kong Securities Clearing Company、the Stock Exchange of Hong Kong Option Clearing House Ltd、the Hong Kong Futures Clearing Corporation Ltd)を管理している (Hsu et al.[2006: 69ff])。

#### (4) Offers of Investments

～SFC による collective investment scheme や証券投資の広告・勧誘・広告書類の許可について規定する。また、詐欺的な勧誘や不実告知についての刑事責任や民事責任等について規定する。

#### (5) Licensing and Registration

～業者の認可や登録について規定する。なお、後述のように、一般に証券業を営むには認可(license)を得ることが必要であるが、銀行が証券業を行う場合には登録(registration)を行うことになる。認可を得た者と登録を受けた銀行等を合わせて“intermediary”と呼んでいる。

#### (6) Capital Requirements, Client Assets, Records and Audit Relating to Intermediaries

～intermediary の資本規制、顧客の証券・金銭の管理、取引記録、監査について規定する。

#### (7) Business Conduct, etc. of Intermediaries

～intermediary の行為規制や空売り (short selling) の原則禁止、不招請勧誘等について規定する。

#### (8) Supervision and Investigation

～SFC による監督や検査について規定する。

#### (9) Discipline, etc.

～SFC による行政処分について規定する。

#### (10) Powers of Intervention and Proceedings

～投資家の利益の保護や公益のために必要な場合、SFC が業務の停止や顧客資産の処分の禁止等を命じることができる旨を規定する。

#### (11) Securities and Futures Appeals Tribunal

～業者が SFC の行政処分を争うための機関である Securities and Futures Appeals Tribunal について規定する。この Tribunal では弁護士等によるパネルが判断を行い、手続は非公開である。

(12) Investor Compensation

～投資者保護基金について規定する。

(13) Market Misconduct Tribunal

～証券業者の違法行為を裁くための特別の機関である Market Misconduct Tribunal について規定する。high court のジャッジ経験者等が判断を行う。政府が業者を訴えるためのものであり、投資家が業者を訴えるためのものではない。刑事罰を課す場合のみならず、民事+ペナルティといったかたちの争いも持ち込まれる。Standard of proof がどのようなものであるべきかについて（民事 or 刑事）で議論がある。公開の手続である。複雑な事案が持ち込まれる一方、複数の部があるわけではないので、時間がかかる（数年かかる場合もある）。Court of Appeal への上訴は可能である。

(14) Offences relating to Dealings in Securities and Futures Contracts, etc.

～インサイダー取引や相場操縦等の市場における不当取引について規定する。

(15) Disclosure of Interests

～株式を大量保有した者や会社の取締役等による株式の保有状況の開示に関して規定する。

(16) Miscellaneous

～雑則。

(17) Repeals and Related Provisions

～経過規定等。

2003 年の SFO は SFC の立場を強化し、多くの権限を与えた。規制は常にコストを伴うものであることから、適切なバランスこそが重要であり、また、各地の実情に合ったものでなければならない。現地調査においては、香港が米国と同じような規制を導入する必要はなく、香港市場の現状や香港の投資家の投資性向を考えるならば、規制はもっと緩やかなものでよいのではないかという見方にも接した。反面、消費者サイドからは、ペナルティの強化や実効的なモニタリングの確立が重要であるとの声にも接した。



## 第4節 ライセンス制度

### 1. ライセンス制度

香港では、dealing in securities, advising on securities など9 type の業務が regulated activities に指定されており、regulated activities を行う場合には、該当する regulated activities についてのライセンスを得る必要がある(Hsu et al.[2006: 130ff]; Arner et al.[2006: 27ff])。9つの業務は以下のとおりである(SFO, Schedule 5, Part 1)。

Type 1: dealing in securities;

Type 2: dealing in futures contracts;

Type 3: leveraged foreign exchange trading;

Type 4: advising on securities;

Type 5: advising on futures contracts;

Type 6: advising on corporate finance;

Type 7: providing automated trading services;

Type 8: securities margin financing;

Type 9: asset management.

しかし、ライセンス制度としては単一であり(single licensing system) (Arner et al.[2006: 27])、証券業者は複数の regulated activities のライセンスを得ることもできる。かつては、証券業務と futures 業務は異なる entity で行う必要があったが、現在のレジームでは、一つの entity が複数のライセンスを得ることで一つの entity で行うこともできる。ライセンスを得ることなく regulated activities を行うことは違法である(SFO114条)。但し、弁護士や会計士が本来の業務に付随して Type 4, 5, 6, 9 を行う場合や、100%子会社や100%の資本関係にある持株会社や兄弟会社に対して Type 4, 5, 6, 9 を行う場合等は、ライセンスは不要である (SFO, Schedule 5, Part 2)。

ライセンスを得ることができるのは法人(corporation)のみであり(SFO116条) (Arner et al.[2006: 30])、各 regulated activities ごとに少なくとも2名の responsible officers を置かなければならない(Arner et al.[2006: 30ff])。Responsible officer とは、licensed representative であり、ライセンスを得た証券業者の業務に参加し、あるいは、それを監督する者であって、当該証券業者によって responsible officer として選任され、SFC によって承認された者である(HKSI [2006: at 4-4])。Licensed representative とは、証券業者のために regulated activity を行う個人としてライセンスを得た個人である(HKSI [2006: at 4-3])。個人がライセンスを得るため

には、後述の *fitness and properness* のテストを満たさなければならない。

SFC は、申請者が申請された *regulated activity* を行うのに適合しかつ適切な主体であり、かつ、ライセンスを与えられた場合に財務状況に関するルールを遵守できるような主体でなければ、ライセンスを与えてはならない。前者の“*fitness and properness*”は、SFC による規制の極めて重要な基本概念となっている。“*fitness and properness*”を満たすかどうかを判断する際の基準としては、判断の対象となる個人、法人については法人自体及びその *officer* について、以下の点を考慮しなければならない (SFO 129 条)。

- ①財務状況と財務の健全性
- ②担当する仕事との関係での教育、資質、経験
- ③*regulated activity* を完全、誠実、公正にやり遂げる能力
- ④評判、性格、信頼性、誠実性

より具体的には、SFC は *Fit and Proper Guideline* を定めており、個人、法人それぞれについて、具体的にどのようにして上記の点を判断するのかについての考え方を示している。この *fitness and properness* を満たすことは、継続的な要件である。

2007 年 3 月末では、1332 の法人が何らかのライセンスを得ており (SFC [2007: 105])、このうち、600-700 が証券業務を主な業務としている。

海外からのマーケティングについては、*actively targeted at HK market* の場合には規制対象になる (SFO 115 条)。しかし、実地調査では、そのような海外事業者にライセンスを与えたことはなく、香港で活発に活動するならば拠点を設けるように求めることになる、といった当局者の見解に接した。

## 2. 銀行の証券業務

銀行について主たる監督上の責任を負うのは *Hong Kong Monetary Authority (HKMA)* であるが、銀行が証券業務を行う場合にはその範囲で SFC の監督にも服する。銀行が証券業務を行おうとする際には、SFC に登録を行わなければならない (SFO119 条)。自己資本規制などを除き、証券業者に対するのと同様の規制が銀行の証券業務についても適用される。SFO では、証券業者については *license* という用語が用いられるが、銀行については *register* という用語が用いられており、*licensed corporation* と *registered institution* をあわせて、*intermediaries* という。SFC に対して登録の申請がなされると、SFC は HKMA と協議をしたうえで、登録を受け付けるかどうかを決定する (Arner et al.[2006: 29])。

銀行の証券業務についての監督に関しては、HKMA と SFC は *Memorandum of*

Understanding を締結している。それによれば、SFC は registered institution に対して監督上の権限を行使しようとする場合には、HKMA に対して事前に相談しなければならないとされている。また、銀行に対する SFC の検査権限も限定されている (Hsu et al.[2006: 140ff])。

### 3. 証券業者の試験制度

業者についてのライセンスとは別に、香港で証券業に携わろうとする者は HKSI (Hong Kong Securities Institute)の試験に合格しなければならない。HKSI は、1997 年に SFC のスポンサーシップで設立された non-profit organization であり、証券業に携わる者のトレーニング、ライセンスのための試験の実施等を行っている。15 人のボード・メンバーがいる。10 のペーパーがあり、取得しようとするライセンス等によりこのうちのいくつかを組み合わせ受験することになる。毎月一回試験を実施しており、合格率は 50%程度である。また、証券業に携わる者には 1 年に 5 時間以上の continuing training の受講が義務付けられている (HKSI [2006: 4-11])。

## 第 5 節 行為規制

### 1. 枠組み

証券業者の行為規制については、既述のように、SFO 自体や subsidiary legislations において規定が置かれているほか、code of conducts が重要なルールを定めている。特に、Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission は、証券業者が遵守すべき 9 つの原則を規定し、各原則のもと、証券業者や役職員等に求められる行為準則を具体的に記述している。

なお、SFO においても、また、Code of Conduct においても、professional investor との関係では一部の規制が適用除外とされている。SFO においては、Professional Investor とは、取引所、証券業者、銀行、保険会社、SFC が承認した投資スキーム、政府、SFC のルールで定める者等とされ(SFO 1 条)、Securities and Futures (Professional Investor) Rules では、professional investor として、40 百万香港ドルを超える資産を預かっている信託会社、8 百万香港ドルを超えるポートフォリオを有する個人、8 百万香港ドルを超えるポートフォリオを有する法人・パートナーシップが指定されている。

## 2. SFO における規定

### (1) 不実表示の禁止

SFO107 条は、詐欺的な勧誘、不注意による事実と異なる説明を行った者について、1 百万香港ドル以下の罰金または 7 年以下の懲役を規定する。また、108 条は、事実と異なる説明による勧誘を行った者は、顧客が被った損害を賠償しなければならない旨を規定している。

なお、刑事罰についての 107 条では詐欺的な不実表示 (fraudulent misrepresentation) と重過失による不実表示 (reckless misrepresentation) のみが対象であるのに対し、民事責任についての 108 条では過失による不実表示 (negligent misrepresentation) も対象とされている。

### (2) 顧客財産の取扱い

SFO148 条は顧客の証券について、SFO149 条は顧客の金銭について、SFC が証券業者による取り扱いに関するルールを定めることができる旨を規定する。これを受け、SFC は、Securities and Futures (Client Securities) Rules および Securities and Futures (Client Money) Rules を定め、顧客の証券や財産の取扱いについての詳細なルールを定めている (Arner et al.[2006: 32ff])。

顧客の証券を受領した証券業者は、速やかに顧客の証券を、証券業者が銀行や SFC が承認したカストディアンに開設した信託口座あるいは顧客名義口座のかたちで分別して保護預りするか、顧客自身等の名義で登録しなければならないとされている (Securities and Futures (Client Securities) Rules, 5 条)。ただし、Securities and Futures (Client Securities) Rules が適用されるのは、香港の証券あるいは香港で保管されている証券だけであり、外国証券や外国で保管されている証券については適用されない。また、証券業者が regulated activity を行う過程で受領した証券に限定される (HKSI, at 4-19)。また、顧客の金銭については、証券業者は当該金銭を銀行等における信託口座あるいは顧客名義口座のかたちで分別して保管しなければならない (Securities and Futures (Client Money) Rules 4 条)。

### (3) 不招請勧誘・広告

不招請勧誘(Cold-calling)についてのルールは厳格であり、ある人が既に顧客でない限り電話等で勧誘をすることは許されない (SFO174 条)。このため、証券会社は手数料をただにしたり、引き下げたりするキャンペーンを行って新規の顧客を増やしている。

このような不招請勧誘規制の目的は、プレッシャーをかけるようなやりとりの中で金融

商品の販売が行われることを阻止することにある。従って、パンフレットを配るというようなことは問題ないし、電子メールを送ることもこれには当たらないと解されている。

#### (4) 書面の作成

Type 1, 4, 6 の取引を行う証券業者が証券の取得あるいは処分に関するオファーを行う場合には、そうしたオファーが書面によってなされるか、あるいは、オファーがなされた後 24 時間以内に書面にされ顧客に提供されなければならない(SFO 175 条)。しかし、オファーが professional investor に対してなされる場合には、このルールは適用されない (SFO175 条 5 項)。

#### (5) 広告についての規制

幾つかの商品については、商品自体やその広告についても細かな監督がなされている (Arner et al.[2006: 46ff])。たとえば、public に対して販売される collective investment scheme や structured products について、その商品自体の適切性に加え、広告(advertisement) や関係書類 (目論見書等) についても SFC の承認が必要であるとされており(SFO 105 条参照)、承認なしに商品を販売し、あるいは、広告を行うことは許されない (Arner, et.al, at 49ff.)。Private offering は関心の対象外である。新聞広告については、テンプレートについてコメントすることが行われる (個々の数字ではなく、説明内容やリスクについての説明などが適切かどうかについてのコメントとなる)。なお、structured products については、Guidelines on marketing materials for listed structured products が公表されており、広告、販売書類、目論見書等にどのような事項が記載されなければならないかが定められている。

### 3. Code of Conduct

証券業者の行為規制のうえで重要な役割を果たしているのが Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission (“Code of Conduct”)である。

#### (1) 9つの原則

Code of Conduct が定める 9つの原則は以下の通りである。

##### ①Honesty and fairness

証券業者は誠実かつ公正に、また、顧客の best interest と市場の integrity のために業務を行うべきである。

## ②Diligence

証券業者は、顧客の **best interest** と市場の **integrity** のために、十分なスキル、注意、勤勉さをもって業務を行うべきである。

## ③Capabilities

証券業者はその業務を適切に行うために必要なリソースと手続きを保有・採用すべきである。

## ④Information about clients

証券業者は、その顧客から、提供するサービスに関係する財産の状況、投資経験、投資目的について聴取すべきである。

## ⑤Information for clients

証券業者は顧客との取引について関係する重要な情報を適切に開示すべきである。

## ⑥Conflict of Interest

証券業者は利益相反を避けるよう努力し、避けることができない場合には、顧客が公正に扱われることを確保すべきである。

## ⑦Compliance

証券業者は顧客の **best interest** と市場の **integrity** を促進するため、その業務の遂行に適用される全ての監督上の要請を遵守すべきである。

## ⑧Client assets

証券業者は顧客の財産を迅速かつ適切に計算し、適切に保管すべきである。

## ⑨Responsibility of senior management

証券業者のシニア・マネジメントは、会社が適切な行為準則の保持を確保し、適切な手続きを遵守することについて、主たる責任を負うべきである。責任の所在や特定の個人の責任の程度を決定するに際しては、特定の業務に関する当該個人の表面上及び実際の権限等を考慮すべきである。

## (2) Professional Investor との関係

Professional Investor との関係では、Code of Conduct における幾つかの要請が免除されている。具体的には、顧客の財務状況や投資経験についての確認、推奨や勧誘の適合性の確保、合意書面の作成、リスク開示文書の提供、証券業者に関する情報の提供等が免除されている(Code of Conduct 15.5)。

ただし、Code of Conduct では、その性格上当然に Professional Investor として扱われる金融機関・政府等と、保有するポートフォリオの額の大きさゆえに Professional Investor として

扱われる個人・法人等を分け、証券会社が後者を Professional Investor として扱う前には、当該者の知識や経験を調査し、商品に照らして適切な知識や経験を有しているかどうかを確認するとともに、当該者に対して書面によって Professional Investor として扱われることによるリスクや結果を説明し、当該者から Professional Investor として扱われることについての書面による同意を得なくてはならない。また、1年に一度、当該者が Professional Investor として扱われる要件を満たしているかどうかを確認できる手続きを有さなければならない (Code of Conduct 15.1-15.4)。

### (3) Code of Conduct 違反の効果

既述のように、Code of Conduct はそれ自体が法令としての効力を持つものではないが、証券業者による Code of Conduct の遵守は、当該証券業者及びその職員が fit and proper といえるかどうかにあたって考慮される (SFO 169 条 4 項)。また、SFO に関する裁判所等の手続において、Code of Conduct は証拠としての能力を有しており (admissible in evidence)、Code の条項が当該手続における争点に関係すると裁判所が考える場合には、当該争点の決定にあたって考慮されなければならない (SFO 169 条 4 項)。

### (4) 適合性原則

適合性原則は香港でも重要な問題であり、実務的にも色々な問題をはらんでいる。SFO 自身は適合性原則については規定していない。Code of Conduct における第 4 の原則である顧客を知る、という原則の一環として、Code of Conduct の 5.2 が、「証券業者は、推奨や勧誘 (recommendation and solicitation) を行う場合には、due diligence を果たすことによって知り、あるいは、知るべきである顧客に関する情報を考慮したうえで、推奨や勧誘が当該顧客にとって適合していることが全ての事情に照らして合理的であることを確保すべきである」と規定しており、これが香港における適合性原則の根拠となっている。適合性は、個々の取引ごとに確認するというよりも、取引関係を開始する際に know your client ルールに従い顧客の属性や資産・取引経験を聞くことによると考えられている。現地調査では、個々の取引毎にいちいち顧客の属性等を聴取することは取引のスピードを遅らせ、顧客が投資機会を逸することにもつながりかねないという見方や、インターネットの場合に、顧客の属性についてインプットさせて、それに基づき適合性を確認するということについては、顧客のインプットの真正さを検証できないので限界があり、注文毎に顧客の属性を確認することがどれだけ有効なのかは疑問である、との見方にも接した。また、日本で一部報道されるように、高齢者に対しては家族と一緒にないと売らないという取扱いについては、高

齢者はその資産を家族に残す必要などないのであるから、やはり適当ではないのではないかと、との見方にも接した。

ルール自体が抽象的であることもあり、証券業者側には適合性原則に関するルールの不明確さについての戸惑いがあるのも事実である。こうしたこともあり、SFC は、2007 年 5 月、Circular to All Licensed Corporations : Questions and Answers on Suitability Obligations を公表し、ルールの明確化に向けた努力を行った。そこでは、証券業者に期待される適合性に関する義務について、以下の 6 点が挙げられている。

- ①顧客を知ること。
- ②顧客に対して勧める投資商品を理解すること。
- ③個々の投資商品のリスク・リターンを個々の投資家の個人的な事情にマッチさせることにより、合理的に適合性ある推奨を行うこと。
- ④顧客に対して全ての関連する重要な情報を提供し、顧客が十分な情報を与えられたうえで投資判断を行うことを助けること。
- ⑤相応しい職員を雇用し、適切なトレーニングを行うこと。
- ⑥個々の推奨の理由を书面化し、保存すること。

しかし、実務サイドには、ルールのより一層の明確化を求める声があるようである。

香港において、suitability が問題となるのは advice や recommendation を行う場合であり、単なる dealing (brokerage) の場合には、説明義務は課されても、suitability は原則として適用にならない (アドバイスを行うには brokerage とは別のライセンスが必要である)。適合性原則はある商品を絶対に売ってはならない、ということを求めるものではない、と理解されている。従って、ある顧客がリスクの高い商品を売ってほしいといった場合、リスクを説明してもやはりどうしても買いたいというのであれば、それは個人の自由であり、売ることには問題はない。ただし、実地調査では、そうした取引は irregular なので、シニア・マネジメントが関与することが望ましい、といった当局者の見解に接した。

これに関連し、実地調査では、suitability との関係では、execution only とされる場合をどのように考えるかが問題となるという見解にも接した。どこまでやれば、recommendation があつたと考えるか、という問題である。実地調査で当局の担当者に聴取したところでは、顧客から、「私は業者からアドバイスを受けていない」「何かあっても自分が責任をとる」といった書面を徴求すれば済むというわけではなく、実態がどのようなものであるかが問題である、という見方であった。たとえば、全ての個人顧客がそのような書面を提出するなどということは合理的に考えてあるはずはない。要するに、実態をみて、recommendation があつたかどうかを判断し、recommendation があれば suitability requirement に照らして適切



な recommendation を行ったかが問題となると考えられている。

実地調査で聴取したところによれば、suitability についての監督は、on-site check で明かになる場合もないわけではないが、complaint driven（顧客からのクレームがあって対応する）が主体にならざるを得ないとのことである。

#### 4. 証券業者による販売の実態調査

SFC は 2005 年と 2007 年には証券業者による販売実態の調査に関するレポートを公表している。10 の業者をえらんで 2006 年に実施した調査結果に関する 2007 年のレポートによれば、顧客についての不十分な知識、販売している商品についての適切な調査の欠如、アドバイスの適合性の欠如、経営陣による監督の不十分、書類の不備、認可条件の逸脱等がみられたとされている。レポートでは、具体的な問題事例と SFC の考え方が示されており、分りやすく興味深い。

たとえば、顧客のことを十分に知っているかという観点からは、顧客が書面で全ての投資目的をチェックしているのを放置していたような事例が問題事例として紹介されている。また、もし顧客が個人的な情報の提供を行わなかったとしても、これで顧客についての業者の調査が終わるべきではなく、もし、調査ができない場合には、証券業者は最低でも、情報が限られているために顧客に対して行うことのできるアドバイスが限られたものになってしまうことを顧客に対して説明し、業者がアドバイスを行う際に行った仮定についても説明をしなければならぬとされている。また、証券業者はアドバイスを行っておらず顧客の注文を執行しただけである旨を確認する書面に顧客がサインしている例が少なくないことについて、SFC では投資家に対してこの種の書面に署名する前に十分注意すべきことを注意喚起していくとしつつ、証券業者の側は顧客に対して商品のリスク等について十分説明すべきであると述べている。また、顧客が適切に助言を受けたうえで、自身の経験等に照らして不相当な商品を選択した場合には、証券業者は将来の紛争を避けるために適切な書類を整えておくべきであるとしている。証券業者は投資商品業者から販売実績に応じてリポートを受領しているケースが少なくなく、利益相反が生じる余地があると指摘されている。一部の業者はこうしたリポートを開示しているが、利益相反の回避や透明性の向上という観点からは、SFC ではこの問題について検討中であるとされている。

## 第6節 紛争処理・エンフォースメント・投資者保護基金

### 1. 紛争処理

実地調査で聴取したところによると、個人投資家による訴訟は少ないというのが関係者の一致した見方であった。その理由として挙げられたのは、香港の人は訴訟好きではないということ、訴訟のコストが高いといったことであった。なお、個人投資家が金融機関を訴えるようなADRは存在しない。実地調査では、業者の対応に不服を感じた個人投資家はSFCに苦情をいい、SFCもそうした苦情に真摯に対応している、といった見方が多かった。

### 2. 当局によるエンフォースメント

当局によるエンフォースメントとしては、刑事罰と行政処分が問題となる。このうち、刑事罰は誰であってもSFOに反したものは対象となるが、行政処分の対象となるのは監督の対象となっている業者のみである。

#### (1) criminal offence (刑事罰)

刑事手続としては二通りあり、微罪についてはMagistrate courtで扱われ、SFC自身が検察官の役割を果たせる。これに対して、一般の事件はHigh courtで扱われ、SFCは警察に事件を送付する。

#### (2) disciplinary measure (行政処分)

disciplinary measureの対象となるのは法令違反のみならず、code of conduct違反も対象となる。具体的な処分内容としては、ライセンスの停止、取消、公の警告、非公開の警告(letter of advice)などがある(Hsu et al.[2006: 147])。SFCによるEnforcementの実際については、SFCのホームページ上のenforcement newsで公表されている。

### 3. 投資者保護基金

SFOにより設置されたものとしてInvestor Compensation Fundがある(Hsu et al.[2006: 154])。原資は証券業者からの拠出金ではなく、取引に課されるLeviesで運営されている。一人当たりsecuritiesに関して150,000HK\$、futuresに関して150,000\$まで、合計300,000HK\$までを保護する。

現状の投資家保護基金については、消費者保護に関する団体である後述の Consumer Council では、Investor Compensation Fund の原資が顧客から来ているという点は改善の必要があり、また、150,000 香港ドルは低すぎる、として、2005 年 2 月に SFC に対する提言を行っている<sup>2</sup>。

## 第 7 節 消費者保護

香港では、Consumer Council という消費者保護団体が存在し、金融分野でも一定の役割を果たしている。Consumer Council は 1974 年に Consumer Council Ordinance に基づき設立された団体である。いくつかの部門があり、消費者の苦情を受け付けたり、政府の立法作業に参加したり、消費者教育を行ったりしている。SFC のコミッティーにも入っている (Investor Education Committee など)。また、定期的に雑誌を発刊し、消費者に提供される商品・サービスについての検証結果、レポート等を発表している。さらに、Consumer Council は consumer legal action fund の trustee でもあり、法的に意義を有し、社会的にも関心を集めているような問題の場合には、訴訟費用の支援を行っている。

金融関係では、最近では、クレジットカードの利息、銀行の支店の閉鎖等について消費者の苦情を受け付け、対応した実績がある。また、金融機関がしっかりと説明をしているかどうかの調査を行ったりもしている。実地調査において聴取したところでは、Consumer Council が 2006 年に行った調査では、アドバイザーが自分自身のライセンスや資格について説明していないケース、アドバイザーが商品の販売実績に応じて得るリベートについての開示がなされていないケース、顧客の状況や投資目的を顧みず自社の投資商品のセールスに固執しているケース等があったとされ (Consumer Council News 355 号、2006 年 5 月)、Consumer Council としては、アドバイザーの更なる education と monitoring が大切であると考えているとのことであった。なお、Consumer Council は、調査を通じて発見した問題点については、SFC に通知しているとのことである。

金融関係のトラブルという場面では、Consumer Council 自身は mediator のような機能を果たすことが重要であると考えている。中には訴訟に行くケースもあるが、金融機関と消費者の間に入り、お互いの言い分を聞き、調停をするのが first priority とされている点は重要であると思われる。

Consumer Council が金融取引に関して苦情を受けた数は以下のとおりである。

---

<sup>2</sup> [http://www.consumer.org.hk/website/ws\\_en/competition\\_issues/policy\\_position/2005022801.print](http://www.consumer.org.hk/website/ws_en/competition_issues/policy_position/2005022801.print) 参照。

表1 苦情受付件数

	2004	2005	2006	2007
Investment	10	14	33	20
Banking	126	160	169	143
Loan	84	71	72	58
Insurance	401	404	414	336

(出所) 現地調査において Consumer Council から聴取したところによる。

保険が多いのは保険金の不払いに関する争いが多いためである。

## 第8節 投資家教育

SFO において、投資家教育は SFC のミッションの一つとして挙げられており、SFC では投資家教育のために様々な取り組みを行っている。たとえば、リーフレット、講演会、投資家教育用のウェブサイト等の従来型のアプローチに加え、TV コマーシャル、自作ドラマ、ゲーム、投資家による投資経験の収集と公表、クイズ、特別のポータル・サイト等もを行っている。特に、一般投資家に対してはTV を通じて訴えかけることが有効である。

また、investor hotlines も設けており、潜在的な投資家からの相談にも乗れるようにしている。External relations には30名くらいのスタッフがいるが、このうち、10名程度が投資家教育や投資家からの苦情の受付窓口を担当しているとのことである。

実地調査で SFC より聴取したところによれば、現在、SFC では、15歳から17歳のカリキュラムに、business, accounting and financial studies の教育プログラムを導入することを検討中(2009年9月予定)であるとのことである。そこでは、ビジネス、経営、会計、金融資産管理についての基礎的な知識を必修として教育するとともに、選択科目として、会計、financial management などを学べるようにすることが企画されている。

なお、Consumer Council も消費者教育には力を入れており、特に、年配の人ための教育プログラムに力を入れているとのことである。

[付記] 2007年12月16日から19日にかけて行った実地調査では、多くの方にインタビューにご協力を頂いた。この場を借りて改めて御礼申し上げたい。

[参考文献]

〈日本語〉

川村雄介(著)・日本証券経済研究所(編) [2007] 『アジア証券市場と日本—Asiazationの繁栄をめざして』 金融財政事情研究会。

〈英語〉

Arner, Douglas W., Berry FC Hsu, CK Low, Georg Ph. Lienke and Syren Johnstone [2006] *International Securities Regulation: Hong Kong*, edited by Robert C. Rosen, Irving M. Pollack and Efrat Levy, Oceana Publications.

Berry Fong-Chung Hsu, Douglas W. Arner, Maurice Kwok-Sang Tse and Syren Johnstone [2006] *Financial Markets in Hong Kong: Law and Practice*, Oxford University Press.

Hong Kong Securities Institute (HKSI) [2006] *Fundamentals of Securities and Future Regulation (Version 1.9)*, Hong Kong Securities Institute.

Securities and Futures Commission (SFC) [2006] *Retail Investor Survey 2005*, available at [http://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/speeches/public/surveys/06/retail\\_investor\\_survey2005\\_eng.pdf](http://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/speeches/public/surveys/06/retail_investor_survey2005_eng.pdf).

——— [2007] *Annual Report 2006-2007*.