

## 中国証券業の再編

神宮 健、李 粹蓉

### 要 約

1. 中国初の専門証券会社が 1988 年に設立されて以来、中国の証券業は急拡大した。しかし、2001 年以降の株価低迷の中、証券会社を巡るさまざまな問題が明るみに出た。
2. 中国証券監督管理委員会は 2004 年から、「分類監督管理」「扶優汰劣」の方針に基づき証券会社に対する本格的な整理・再編に乗り出した。優良証券会社には、業務面の支援策と流動性の改善策を講じるのに対し、問題のある証券会社は「托管」・閉鎖あるいは資金注入・再生で整理・再編する。2004 年以降、約 20 社の証券会社が中国証券業界から消えた。
3. 政府主導の再編だけでなく、上場を積極的に検討している証券会社も増えている。ここで、未上場企業が上場企業に資産を注入し、上場企業の看板を未上場企業の看板に変える「借殻」による上場手法が注目されている。現在、1 社目の例が実現しそうである。
4. 整理・再編に合わせ、監督体制も一新される。2006 年 11 月 1 日より、証券会社に新しいリスク・コントロール指標が適用される。指標の基準を満たそうと、各社は再編や資本の増強を加速している。
5. 再編を経て、中国証券業界の勢力図は、国内 3 大勢力と外国勢に色分けされつつある。金融資産管理会社系、匯金・建銀投資・投資者保護基金系、創新類証券会社系、外国系である。
6. 証券業界の再編や体質改善に業務・商品の多様化の果たす役割は大きい。「集合理財」、ワラント、ABS（資産証券化）が既に導入され、信用取引、株価指数先物も準備が整いつつある。
7. 証券業界の整理・再編が進む一方、中国の金融業全体で見ると、徐々に「総合経営」（ユニバーサルバンキング）に向けて動いている点も重要である。既に、各業態間の相互乗り入れが見られている。今後、金融機関の内部管理や当局の監督体制などを整えた後、金融持ち株会社の形式へ向かうと考えられる。

### I. はじめに

近年、中国の証券会社を取り巻く環境が激変する中で、証券会社の抱える問題点が露呈

してきた。特に、2001 年以降の株式市場の長期低迷は、証券会社の経営に重くのしかかった。2002 年に初めて業界全体で赤字を計上した後、赤字額は拡大し、2003 年に 94 億元、2004 年に 103.6 億元、2005 年に約 110

億元と拡大した<sup>1</sup>。

一方、2001年12月11日に中国はWTO（世界貿易機関）に加盟した。加盟時の承諾事項により、中国は加盟後5年以内に銀行業を外資に全面開放し、証券業も条件付きながら外資の参入を認めることになった。これをきっかけに、外資銀行の中国系銀行への資本参加が加速し、外資証券会社と中国証券会社の合弁証券会社も設立された。外資の資金力や経営ノウハウの導入を通じて国内金融機関を強化することが期待される一方で、外資に市場を乗っ取られてしまう、という不安も生じている。

こうした状況を受けて、中国政府は、2004年以降、証券会社に対する全面的な整理・再編方針を打ち出し、優良証券会社を支援する一方、問題のある証券会社の整理・再編に取り組んでいる。株価が回復したこともあり、業界全体の収益は2006年前半にようやく回復したが、本格的な体質改善が課題となっている。

本稿は、中国証券業界のこれまでの問題点とその背景を分析し、ここ数年の再編動向を整理した上で、今後の証券業界の課題と発展の方向について展望する。

## II. 中国証券業の概況と問題点

### 1. 中国証券業の概況

中国最初の専門証券会社が1988年に深圳経済特区に設立されて以来、中国の証券業は急拡大した<sup>2</sup>。2004年12月末時点で、中国の証券会社は133社、営業拠点数は3,075ヶ所、従業員数は12万人に達した。現時点での最新の公式統計によると、2004年末の証券会社のうち、新設や営業停止の3社を除いた130社の総資産額合計は4,015億元、純資産額は963億元である。

### 2. 問題点とその背景

証券業は、急拡大したものの、一方で、多くの問題点を抱えた。とりわけ、2001年6月以降の長期にわたる株価低迷の中、証券会社の様々な問題点が明るみに出た。顧客資金の流用、利回り保証の「委託理財」（一任勘定）、規定違反の自己売買、相場操縦などの違法行為が顕著であった。株高の時期には、これらの違法行為は、証券会社に多額な利益をもたらしたが、株価が長期的に低迷する中で、違法行為によって生じた巨額の損失が証券会社に重くのしかかり、経営を圧迫した。一方、投資家の利益が損なわれ、投資家の市場離れが進み、それがさらに株価を低下させる悪循環に陥った。

証券会社の違法行為の中でも顧客の資金・預託国債の流用問題は、特に深刻である。2002年の鞍山証券の閉鎖以来、約30社の証券会社が中国証券監督管理委員会（以下、証監会）の命令で閉鎖されたが、そのほとんどが、顧客資金・預託国債の流用や規則違反の委託理財など、違法行為による損失を主因とする。顧客の資金は証券会社の自己売買に流用されるケースが一般的で、株価の長期低迷により、自己売買で大きな損失を出しただけでなく、一部の証券会社では顧客の口座に資金を戻すことができなくなっている。また、従来の規定では、証券会社は自己資金でしか自己売買ができないが、顧客資金を流用することで、より大きな規模で自己売買が可能になるため、特定銘柄の株価操作が容易になり、相場操縦などの違法行為にも発展した。

一方、利回り保証の「委託理財」は禁止されているが、一部の証券会社は、顧客を獲得するために、利回り保証の契約をつけていた。これも、株価が低迷する中で、顧客に保証した利回りを株式投資で上げられなかった証券会社が、自己資金などで穴埋めせざるを得ない状況を生んだ。

これらの問題の背景には、証券会社の内部

管理の不行き届きのほか、従来の証券法律・制度（取引制度、監督・管理体制）上の制約がある。

まず、証券会社の内部管理についてみる。中国の証券会社の多くは、国有金融機関（銀行・信託投資公司）から分離・独立したため、初期の証券会社は基本的に 100% 国有企業であった。1994 年の「会社法」の施行に伴い、証券会社は徐々に有限会社に転換し、さらに 1998 年以降、増資の必要から、有限会社から株式会社に転換した。

しかし、会社形態が株式会社に転換しても、長らく国有企業形態の下で形成された経営のメカニズムや慣習は依然として残っている。このため、多くの証券会社は、名目上株式会社にはなったが、株式会社としての経営体制は必ずしも整備されていない。例えば、代表取締役は取締役会で選出されることになっているが、実質的には政府により任命されることがある。

次に法律・制度上の制約についてみる。これには、法律・制度の整備の遅れと、法律・制度の内容による制約の二つの側面がある。第一に、1988 年に、最初の専門証券会社が誕生したが、「証券法」公布はその 10 年後の 1998 年であり（旧証券法、実施は 1999 年。なお、2006 年 1 月に新証券法発効）、証券会社を監督・管理する行政法規である「証券会社管理弁法」の実施に至っては 2002 年 3 月であった。「証券法」の施行前には、国务院（日本の内閣に相当）や監督当局が行政法規や通達などを数多く制定・公布したものの、法的拘束力が弱く、また、多くの政府部門が法規の制定・公布にかかわっていたため、法規や通達の間で矛盾や隙間も生じやすかった。

第二に、法律・制度の内容による制約は、①証券会社の資金調達手段の制約と、②業務・収益構造の単一性に顕著に現れている。

証券会社の資金調達手段の制約についてみると、証券会社の運営には大量の資金が必要

であるが、中国の証券会社は、ほとんど自己資金で運営しており、外部資金の調達手段が非常に限られている。一般に、証券会社の資金調達手段としては、インターバンク市場、国債レポ、株券担保融資、株式上場、債券発行、私募増資などがあげられる。しかし、1990 年代の中国の証券会社には、国債レポと私募増資以外の資金調達手段はほとんどなかった。

外部資金の調達手段が厳しく制限された背景には、多くの銀行が証券会社に出資していたため、証券会社が出資者の銀行から容易に融資を受けることが可能で、それに伴って乱脈融資などの問題が多発したことや、1997 年のアジア金融危機以降、証券会社の倒産による銀行システムへの悪影響を警戒する中国政府が、株式市場のリスクが銀行システムに波及することを防ぐために、証券会社への銀行融資について慎重な姿勢をとったことなどがある。

こうした状況は 1999 年頃まで続いた。1999 年以降、インターバンク市場への証券会社の参入認可（1999 年 8 月 20 日）、証券会社の株式上場の認可（1999 年 11 月。2000 年 9 月に初の上場証券会社の誕生）、証券会社による株券担保融資の認可（2000 年 2 月 13 日）、証券会社の債券発行認可（2003 年 8 月）などの証券会社の資金調達に関する緩和策が打ち出された。ただし、実際には、債券発行や株式上場の基準が厳しく、基準を満たす証券会社はごく僅かとなり、証券会社の資金調達問題の根本的な解決には至らなかった。

業務・収益構造の単一性についてみると、中国の証券会社の収益は、売買仲介、自己売買、引受といった伝統的な証券ビジネスに大きく依存している。概ね、仲介手数料収入が 70%、引受業務収入が 20%、自己売買業務と委託投資管理による収入がそれぞれ 5%と見られている。この他の業務、例えば M&A、

フィナンシャル・アドバイザー、資産証券化などは従来ほとんどなかった。

証券会社の主な収益源が仲介業務であるため、証券会社の収益は株価動向に大きく左右される。しかも、旧証券法の規定では、中国の証券取引は、現物のみで先物・信用取引を認めていなかった。このため、投資家は株価の上昇局面でしか利益を出せず、株価の下落局面では出来高が縮小しやすく、証券会社の収益に直ちに響くことになった。

### Ⅲ. 急ピッチで進む証券業の再編

#### 1. 再編方針は「分類監督」「扶優汰劣」

2001年半ば以降の株価低迷の中、証券会社を巡る様々な問題が明るみに出たことを受け、証監会は、証券会社の整理・再編に乗り出した。2002～03年に債務超過の証券会社が数社閉鎖された後、2004年からは「分類監督管理」、「扶優汰劣」という方針が固まり、整理・再編が本格化した。

「分類監督管理」、「扶優汰劣」とは、証券会社をそれぞれのリスクの度合い、違法行為の程度、発展の潜在力などに基づいて分類し、優良証券会社を支援する（「扶優」）一方、リスクが高く違法行為が深刻で経営改善が望めない会社を淘汰する（「汰劣」）という方針である。証監会では、リスクの度合いの低い順に証券会社をA・B・C・Dの四段階に分類しているといわれているが、具体的な基準は明らかにされていない。大まかに言えば、A類は最も優秀でリスクや違法行為がほとんどなく、B類はA類よりやや劣り、C類はリスク度がほぼ中間レベルで、D類は経営状況が悪くリスクが高い会社と分類されている。A・B類は支援の対象で、Dは清算・閉鎖の対象になるが、C類は状況次第というイメージである。

2005年7月29日に国务院（中央政府）は、証券会社の整理・再編の方針および目標をま

とめた「証券会社の総合整理案」（図表1）を発表した。これは、2004年の整理・再編本格化から2年間で証券会社の既存のリスクを解消し、新しい監督・管理メカニズムを導入することを目指している。

実際の整理・再編策の実行の担い手としては、「中央匯金公司」<sup>3</sup>、「中国建銀投資公司」、「中国証券投資者保護基金有限責任公司」、金融資産管理会社、証券会社などがあげられる。

一方、政府主導の再編のほか、優良証券会社を中心に自発的な買収・再編の動きが活発化している。また、最近では上場を積極的に検討している証券会社も増えている。再編後の競争力向上、市場シェア拡大が狙いと見られる。

#### 2. 再編の進捗状況

##### 1) 「扶優」策は流動性改善、創新資格の付与など

これまでの「扶優」策——優良証券会社に対する支援策——を総括すると、①業務面の支援策、②流動性の改善策、の2種類に分けられる。

業務面の支援策についてみると、証券会社に対する「創新」と「規範」の資格の付与が注目点である。証監会と中国証券業協会は2004年8月に創新類証券会社、2005年4月に規範類証券会社に関する資格認定の文書を公布した<sup>4</sup>。これに基づいて、証券会社は一定の要件を満たせば、「創新活動実験証券会社」または「規範類証券会社」の資格を申請することができる。「創新」（革新）資格の申請要件は、顧客資金の分別管理制度の制定と実施、顧客資産管理状況・国債レポ・自己売買の状況報告、直近1年の純資本<sup>5</sup>12億元以上などである。「創新」資格が付与された証券会社は、新しい証券ビジネスに優先的に参入できる。

図表 1 証券会社の総合整理の要点

<p><b>&lt;目標&gt;</b> 2年以内に、リスク処理・日々の監督管理・業界発展の推進により、既存のリスクを解消しながら、新しいリスクの発生を予防し、証券会社の規律ある持続的・安定的な発展の下地を作る。</p> <p><b>&lt;内容&gt;</b> ① 証券会社の情報の真実性・正確性・完全性かつ開示 ② 顧客資産の安全、会社の経営リスクの社会への波及の防止 ③ 合法的な経営という意識作り、経営行為の規律性 ④ 内部コントロールとリスク管理能力の強化、収益モデルの著しい改善、財政状況の健全性 ⑤ 合理的な証券会社数。競争のメカニズムの形成。対外開放の安定的な推進 ⑥ 証券会社の市場革新および仲介機能の強化 ⑦ 証券会社の運営および監督管理体制における各部分の責任の明確化、責任追及制度の有効な執</p> <p><b>&lt;主な具体的措置&gt;</b> ① 証券会社のリスクの度合いの把握 ② 顧客資金の分別管理、資産管理、自己売買、国債レポなどの基礎的制度改革の強化 ③ 証券会社の高級管理職および株主に対する監督・管理の強化、高級管理職と株主の行為の規律化 ④ 分類監督管理の全面的実施 ⑤ 証券業の資源の統廃合の推進、優良な会社の一層の強化への支援 ⑥ 高リスクの証券会社の適切な処置 ⑦ 市場の規律の厳格化 ⑧ 関連法律・規定の早急な修正 ⑨ 証券会社における近代企業制度作りの推進</p>
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

(出所) 中国国務院「証券会社の総合整理に関する方案」より野村資本市場研究所作成

「規範類」証券会社の申請要件は、基本的に創新類証券会社と同様、顧客資金の分別管理制度の制定と実施、顧客資産管理状況・国債レポ・自己売買の状況報告などであるが、直近1年に重大な違法行為で処罰を受けたことがないこと（創新類は直近3年）、財務指標面の要件で、直近1年の純資本が2億元以上であることなど、創新類証券会社よりやや緩い。規範類は、創新類証券会社の要件を満たせば、創新類証券会社を申請することができる。

2006年8月現在、創新類証券会社は18社、規範類証券会社は25社である（図表2）。

次に、流動性の改善策としては、実施順に、短期債券の発行認可、低利融資、資本注入、劣後債の発行認可などがある。

2004年10月には、中国人民銀行が「証券会社短期融資券管理弁法」を公布し、同年11月1日より実施した。条件を満たした証券会社には最長91日までの短期債券の発行が認可された。創新類証券会社と規範類証券会社については信用格付が免除される。これ

まで、国泰君安証券、中信証券、招商証券、海通証券などが短期債券を発行した<sup>6</sup>。

低利融資について見ると、2005年7～8月に、中国人民銀行は工商銀行と建設銀行を通じ、「専用運転貸出」という名目で、創新類証券会社5社（広発、東方、華泰、中信、海通）に対し、総額100億元、期限1年、金利3.87%の中央銀行貸出を提供した。この貸出の用途は、経営能力の向上、業務革新能力、非流通株改革関連業務の展開などと定められている<sup>7</sup>。ちなみに、同貸出について、証券会社はすでに全額返済している<sup>8</sup>。

資本注入を見ると、2005年9月に匯金が申銀万国証券と国泰君安証券にそれぞれ25億元、10億元の資本注入を実施している<sup>9</sup>。

劣後債の発行については、2005年12月16日、証監会が「証券会社の劣後債の借入に関する問題の通知」を発表した。これによると、証券会社は劣後債を発行し、一定の比率に応じて純資本に算入することができる。2005年末、最初の劣後債（6.42億元）が長城証券により発行された。2006年6月22日には、

図表 2 創新類証券会社と規範類証券会社のリスト

創新類証券会社(18社)	規範類証券会社(25社)	
申銀万国証券株式有限公司	万和証券經紀有限責任公司	信泰証券有限責任公司
中銀国際証券有限責任公司	長城証券有限責任公司	国海証券有限責任公司
平安証券有限責任公司	徳邦証券有限責任公司	西部証券株式有限公司
上海証券有限責任公司	東呉証券有限責任公司	南京証券有限責任公司
国都証券有限責任公司	首創証券有限責任公司	広発華福証券有限責任公司
光大証券株式有限公司	国金証券有限責任公司	興業証券株式有限公司
国元証券有限責任公司	河北財達証券經紀有限責任公司	中原証券株式有限公司
国泰君安証券株式有限公司	金元証券有限責任公司	
海通証券株式有限公司	五鉱証券經紀有限責任公司	
華泰証券有限責任公司	第一創業証券有限責任公司	
東海証券有限責任公司	財通証券經紀有限責任公司	
長江証券有限責任公司	宏源証券株式有限公司	
招商証券株式有限公司	齊魯証券有限公司	
広発証券株式有限公司	中信万通証券有限責任公司	
国信証券有限責任公司	国聯証券有限責任公司	
東方証券株式有限公司	万聯証券有限責任公司	
中国国際金融有限公司	華創証券經紀有限責任公司	
中信証券株式有限公司	日信証券有限責任公司	

(注) 2006年10月5日現在。

(出所) 中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

興業証券の劣後債発行案（2回に分けて合計8億元）が株主総会を通過した。現在、規範類証券会社である興業証券は、第1期の4～5億元の発行後に、純資本が創新類証券会社の申請要件を満たすことになる<sup>10</sup>。

## 2) 「汰劣」は托管・閉鎖か資金注入・再生

これまでの例から「汰劣」すなわち問題証券会社の処理方法を見ると、改善が見込めず、存続不可能と判断された会社については、まず「托管」（以下で説明）してから閉鎖する手法で処理され、存続させる予定の会社については資金注入・再生の手法が採られている。

「托管」とは、当局が問題証券会社の管理を別の金融機関に委ねることで、托管側の金融機関は、托管された問題証券会社の資産・負債などの状況を洗い直し、組織や人員に関する整理・再編案の作成などの作業を行う。托管側の金融機関は例外なく経営が比較的健全で資金力がある会社で、托管された証券会

社から証券業務、営業拠点、従業員、顧客口座を一部あるいは全部を買い取ることが多い。その後、托管された証券会社は消滅することになる。2002～03年にも数例の托管案件があったが、2004年以降増加し、2004～06年央までに約20社が托管された（図表3）。

托管側の金融機関を見ると、2004年は金融資産管理会社がほとんどであったが、2005年以降、創新類証券会社を中心となった。この背景には、①証券会社の整理・再編が本格化した2004年頃は、他の証券会社を托管する余力のある証券会社がほとんどなかったこと、②1999年に国有銀行の不良債権の買取・処理のために設立された金融資産管理会社（4社）の存続期間が10年と設定されており、2009年の期限を前に、各社が生き残りのため、新しいビジネスモデルを見出さなければならないこと、③優良証券会社に対する支援策などにより一部の証券会社が托管する体力を持つようになり、さらに他社

図表3 2004年以降の托管された証券会社（一部）

	托管された証券会社	托管する金融機関
2004年	雲南証券	太平洋証券
	中富証券	華融資産管理公司
	漢唐証券	信達資産管理公司
	閩発証券	東方資産管理公司
	徳恒証券	華融資産管理公司
	遼寧証券	信達資産管理公司
	恒信証券	華融資産管理公司
	2005年	大鵬証券
亜洲証券	華泰証券 "	
北方証券	東方証券 "	
民安証券	国信証券 "	
五洲証券	東海証券 "	
甘肅証券	海通証券 "	
昆侖証券	光大証券 "	
2006年	広東証券	投資者保護基金
	天一証券	光大証券 "
	海南省証券	金元証券（「規範類」証券会社）
	河北証券	広発証券（「創新類」証券会社）
	中関村証券	投資者保護基金
	中国科技証券	投資者保護基金

（出所）各種報道より野村資本市場研究所作成

を托管することで業務拡大を図るようになったこと、などがある。

托管側の金融機関の中では、最近、「証券投資者保護基金公司」の動きが注目されている。2005年9月に設立された同社の職責の一つに、「廃止・閉鎖・破産証券会社の清算業務の組成と参加」（2005年6月30日公布「証券投資者保護基金管理弁法」第7条）がある。

具体的には、同社は2006年9月に、安信証券（資本金15.1億元、うち保護基金公司15億元）を設立した。安信証券は、2006年2月に保護基金公司が托管した中関村証券と中国科技証券、2005年11月に托管した広東証券の3社の証券類資産を受け継ぐことになっている。今後、安信証券が他の閉鎖対象となる証券会社を処理する際の受け皿になるという見方が強い。

一方、存続させる会社については、資金注入して再生させるという処理手法が採用されている。規模が大きい会社は中央政府の主導

で、中小規模で地方の色彩の強い会社は地方政府主導で行われることが多い。前者の典型例は、中央レベルの国有企業である銀河証券の再編である。銀河証券は、2000年8月に、国有商業銀行4行、国有生命保険会社の傘下の信託投資会社の証券業務部門を統合し設立され、一時は中国最大<sup>11</sup>の証券会社であった。全国各地に約200拠点を持ち、顧客口座数は300万口座に達している。しかし、ここ2年間、違法行為などにより巨額の赤字を計上し、再編の対象となった。2005年6月、匯金と財政部が共同出資で銀河金融持株会社を設立した。持株会社の下に銀河証券、銀河投資、銀河基金を新設し、新銀河証券が既存の銀河証券の証券類資産を買収する予定である。

地方政府主導の再編には、西南証券、金信証券などの例がある。重慶市にある西南証券は、顧客保証金の流用、違法取引などの問題で経営が悪化した。同社の再編は、重慶市国有資産監督管理委員会の主導で進められており、再編案によれば、建銀投資が資本注入の

ほか運転資金貸出を提供する。浙江省杭州市にある金信証券は、大株主である金信信託による顧客の国債の流用、金信信託への巨額の担保提供などにより、大幅な赤字を計上した。そして、2005 年末に金信信託が営業停止となり、金信信託への資金返済請求が難しくなる中で、浙江省政府は金信証券の救済を決定した。2006 年 4 月に浙江省政府所管の国有企业が子会社を通じて金信証券に資本を注入し、7 月 1 日付に社名を「浙商証券」に変更した。

このような処理の結果、中国の証券会社の数は 2004 年の約 130 社から、2006 年 6 月末には 109 社に減少した。

今後の動きを見る上では、破産処理が重要であろう。これまでは、行政命令によって閉鎖されても、証券会社の破産例は、ほとんどなかった。2006 年 1 月に、深圳市中級人民裁判所が、2005 年 1 月に閉鎖された大鵬証券の破産を宣告したのが最初の例である。ただし、2006 年 8 月 27 日に破産法が採択され、2007 年 6 月 1 日より施行されることになった。破産法施行に伴い、今後、再編がうまくゆかない証券会社については、破産処理が増える可能性が高いと見られる。行政命令による閉鎖から、破産処理に移ることにより、今

後、証券会社の整理手法の透明性が増すことになろう。

### 3) 動き始めた証券会社の上場

また、優良証券会社の上場意欲も増している。光大、長江、東海、海通、東方、招商、華泰、国元、金元など多数の証券会社の上場計画が報道されている<sup>12</sup>。

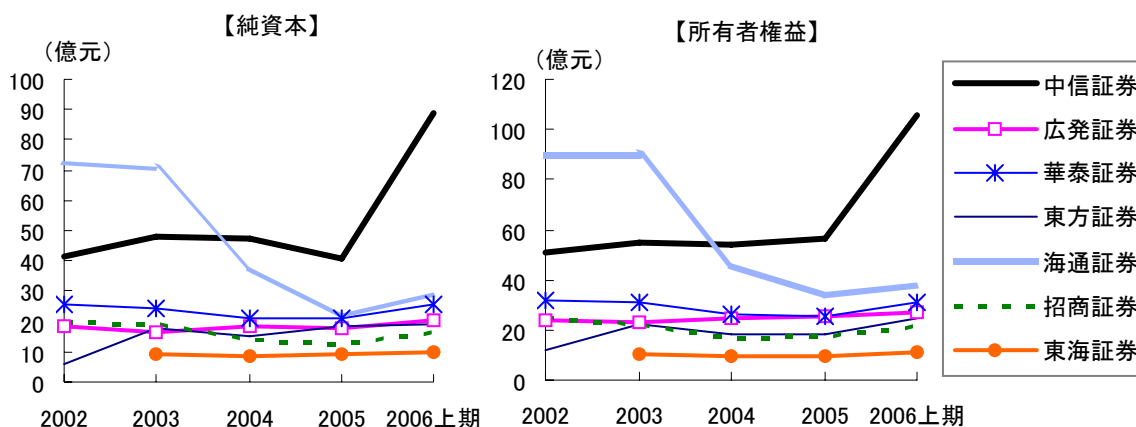
証券会社が上場に積極的になる背景には、緩和されつつある新業務・新商品の展開に巨額な資金を要することがある。

現在、上場している証券会社は中信証券と宏源証券の 2 社<sup>13</sup>のみである。中信証券が上場後の拡大した資本規模をバックに展開した他社買収ひいては市場シェアの拡大は、他の証券会社の羨望の的となった(図表 4)。

また、上場意欲のある証券会社は直接 IPO よりも「借殻」(カリカラ)方法を考えている。「借殻」とは、未上場企業が上場企業に資産を注入し、上場企業の看板を未上場企業の看板に変えることにより、上場を実現することで、上場企業の上場資格という「殻」を借りた所謂「裏口上場」である。

IPO の場合、手続きに時間がかかり、また証監会の上場審査では、直近 3 年間連続黒字計上しているか否かが重視されている<sup>14</sup>。多

図表 4 中信証券の資本規模の推移(他の創新類証券会社との比較)



(注) 純資本、所有者權益の定義は脚注 5 を参照  
(出所) WIND 資訊より野村資本市場研究所作成



くの証券会社は 2002~05 年に赤字に陥っていたため、2006 年に黒字に転換しても、3 年連続黒字を達成するのは早くても 2008 年以降になる。「借殻」上場は、この点を回避することができる。

ただし、「借殻」上場にも制約がある。政府の規定では金融機関が実業を兼営してはならないため、非金融資産を持たない「きれいな殻」（中国語で「浄殻」）が必要となる。上場企業の実業資産を売却して「きれいな殻」にすることから、持っている資産は売却しやすいものでなければならない。また資産売却などに対する上場企業の株主の合意、地方経済にとって重要な企業の場合は地方政府の合意も欠かせない。例えば、「殻」の選定について、①資産処理の難度が高くないこと、②上場企業の大株主に株式譲渡の意思があること、③「殻」の資本規模が適切であることを基準としている証券会社もある<sup>15</sup>。

2006 年にいくつか「借殻」上場計画が噂されたが、上場企業自身が反対する、地方政府が手放したくないなどの理由で、ほとんど不発に終わった。ただし、広発証券による延辺公路の「借殻」上場計画が当局により認められた。2006 年 9 月に延辺公路は、同社 1 株を広発証券の 0.83 株と交換し、交換完了後に広発証券に名称変更することを公告した。広発証券の借殻上場が実現すれば、初めての例となり、今後「借殻」上場案件が増えてくると見られる。

### 3. 新しい監督体制の導入と迫る整理・再編の終了期限

#### 1) 新しい監督体制の導入

証券会社の整理・再編に伴い、証券会社に対する監督・管理体制も変化しつつある。

当局は、現在の整理・再編の期間を「リスク処理の特殊時期」、それ以降を「通常監督管理時期」と位置付けている。両期間における監督・管理体制の相違について、証監会の

尚福林主席は、2006 年 9 月の「証券会社の総合整理工作座談会」で、①監督方法は、既存リスクの解消、事後調査・処分から、リスクの予防、規律化へシフトする、②監督手段は経験による判断、定性分析から、指標に基づく管理、定量的な監督・管理へシフトする、③監督体系は行政監督・管理中心から、行政監督、業界の自主規制、会社の自己管理の三者が一体となる体系にシフトする、などの点を挙げた。

既に、当局は、通常監督期を前に、証券会社に対する監督・管理をより有効にするため、新しい手法を徐々に導入している。その中では、業務毎のリスク・コントロール指標の導入が注目される。

2006 年 7 月に、証監会は、「証券会社リスク・コントロール指標管理弁法」と「証券会社純資本計算規則」を正式に発表した。2006 年 11 月 1 日より施行する予定である<sup>16</sup>。

「弁法」は、証券会社のリスク・コントロール指標を定量化し、業務ごとの純資本指標を定めている。例えば、証券会社全体では、純資本と純資産の比率が 40%を下回らないこと、純資本と負債の比率が 8%を下回らないこと、純資産と負債の比率が 20%を下回らないこと、流動資産と流動負債の比率が 100%を下回らないこと、などである。また、自己売買業務に関しては、株式の自己売買規模が純資本の 1 倍を、自己売買業務の規模が純資本の 2 倍を超えてはならない。さらに、証券会社の単一の顧客への融資・貸付業務の規模が純資本の 5%を超えてはならない、と定められている。これまでも、証券会社のリスク・コントロール指標に関する規定はあったが、様々な規則・通達に分散され、指標の数も少なく計算方法も厳密でないところがあった。「弁法」はリスク指標をより細緻に科学的に設定したと言える。

#### 2) 迫る整理・再編の終了期限

2004年から本格化した今回の証券会社の整理・再編は、いよいよ終了の時期を迎える。

尚主席は「座談会」で、今回の証券会社の整理・再編が2007年8月までにすべて終了することを改めて強調した。さらに、①2006年10月末までに、顧客取引決済金や顧客債券の流用、違法な理財業務、証券会社の株主による資金流用などの問題をすべて解消し、上述の「証券会社リスク・コントロール指標管理弁法」に定められている指標の基準を満たさなければならない、②2006年12月までに、国債レポ問題の整理と証券会社の基本情報の開示を実施しなければならない、という段階的な目標も強調された。

このうち、特に、2006年10月の期限について、「リスク・コントロール指標管理弁法」は、証券会社が証券の引受・推薦、証券の自己売買、証券資産の経営管理の業務を営むのに必要な純資本は2億元以上と定めている。これは規範類証券会社になる最低条件でもある。現在、創新類・規範類証券会社の資格を持たない証券会社は約60社ある。これらの会社は10月末までに純資本の基準を満たせなければ、理論上、閉鎖の対象になることがありうるため、各社は再編や資本の増強を加速している。こうしたことから、2007年以降、現在109社ある証券会社の集約が、さらに進むと見られる。

#### 4. 証券業界の新しい勢力図

1) 国内勢は金融資産管理会社系、匯金・建銀投資・保護基金系、創新類証券系が台頭  
証券会社の処理・再編を経て、証券業界の勢力図も塗り替えられつつある(図表5)。

問題証券会社の托管の初期において、金融資産管理会社が相次いで証券会社を托管し、托管した証券会社の証券業務を引き継ぐことを通じて、金融資産管理会社自身が証券会社に転換する基礎がある程度できた。

その後、匯金と建銀投資は、資本注入など

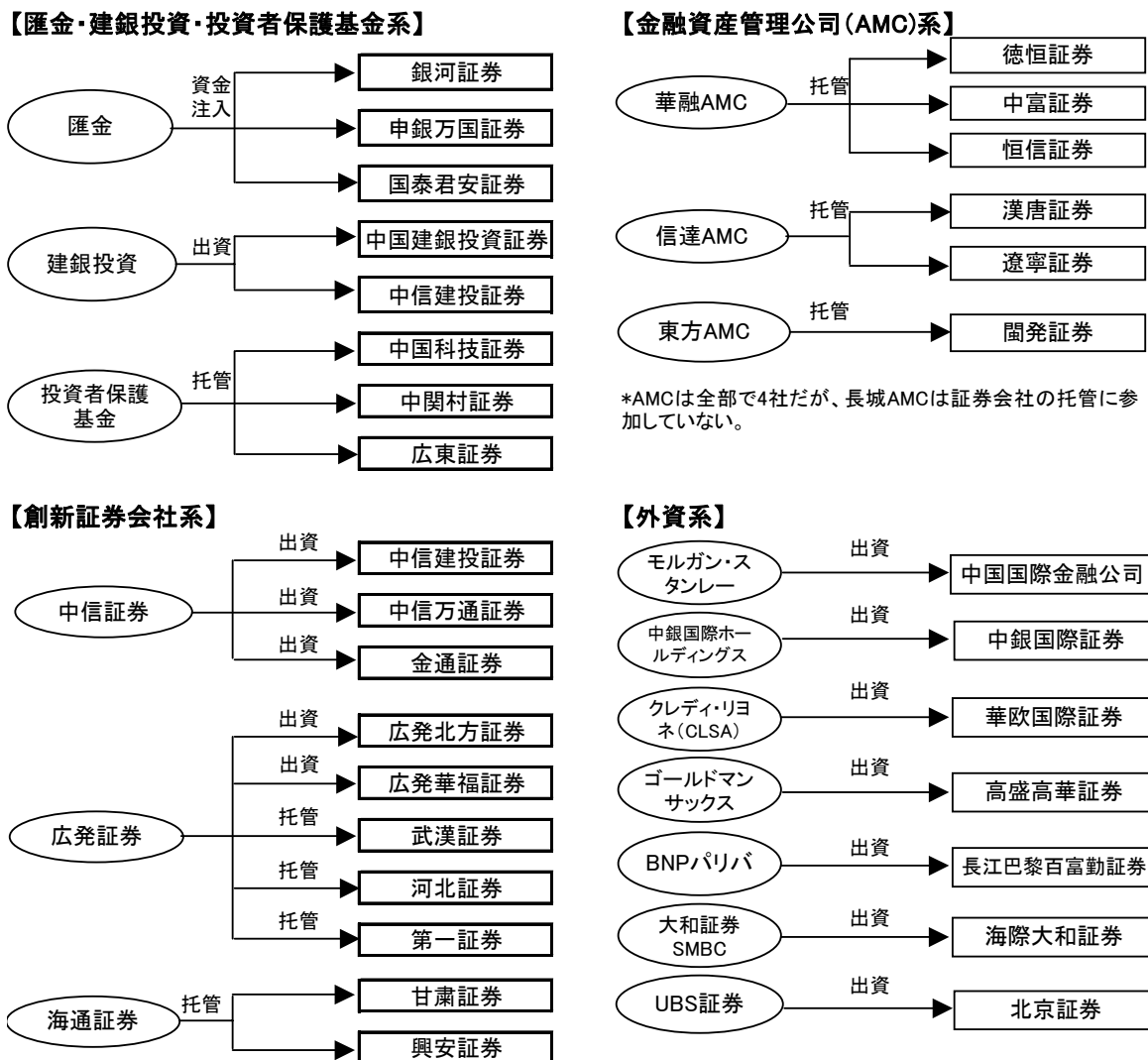
を通じて、多くの証券会社の株主となった。匯金は、銀河証券、国泰君安証券、申銀万国証券など大手証券会社の株主となり、建銀投資は、西南証券、中信建投証券(旧華夏証券がベース)、中国建銀投資証券(旧南方証券がベース)、齊魯証券などの株式を保有している。また、投資者保護基金も、前述のように安信証券を設立した。同証券は今後閉鎖される証券会社の受け皿となる可能性が高く、そうなれば保護基金—安信証券系列の勢力も生まれる。

一方、問題証券会社を托管したり、他社を買収したりした創新類証券会社も勢力を伸ばしている。18社の創新類証券会社の中でも、中信証券、広發証券、光大証券、華泰証券の取引シェアの拡大が目立っている。証券(株式・投信・債券・ワラント)の取引シェアを見ると、中信証券は単独では2.9%だが、買収・出資した中信建投証券、金通証券、中信万通の3社を加えると、7.7%になる。広發証券も単独では3.5%だが、出資・買収した5社を加えると、5.4%に増える(図表6)。

#### 2) 外資系の動向

中国のWTO加盟以前に、すでに外資系証券会社2社が設立されていた。1社は、1995年設立の中国国際金融有限公司(中金公司)で、外資側は米モルガン・スタンレー証券や香港の事業会社などである。もう1社は、2001年に設立の中銀国際証券有限責任会社で、外資側は香港の中銀国際ホールディングス(BOCIホールディングス)である。WTO加盟後については、2002年7月1日に「外資による証券会社設立の出資の規則」<sup>17</sup>が施行され、2002年12月19日に華欧国際証券有限責任会社が最初の外資系証券会社として設立された。

図表5 証券業における国内3大勢力と外国勢



\*AMCは全部で4社だが、長城AMCは証券会社の托管に参加していない。

\*創新証券会社系はほかにもある。図表6を参照。

(出所) WIND 資訊より野村資本市場研究所作成

現在、外資系証券会社は6社で、中国国際金融公司（外資側：モルガン・スタンレー、中国側：中国建設銀行）、中銀国際証券（BOCI、中石油など）、華欧国際証券（CLSA、湘財証券）、高盛高華証券（ゴールドマン・サックス証券、高華証券）、長江巴黎百富勤証券（BNPパリバ、長江証券）、海際大和証券（大和証券 SMBC、上海証券）である。さらに、2005年9月にUBS証券の北京証券への出資が発表され、2006年6月に認められた模様である。UBSの出資比率は20%ながら実質的に経営権を握り、ま

た、事実上フルライセンスも獲得した（瑞銀証券に名称変更の予定）。

一方、2005年12月15日、証監会が外資による証券会社への資本参加の申請を凍結していると報道された<sup>18</sup>。凍結の背景には、①中国の証券会社が外資へ安売りされているとの国内の批判が強まったこと、②UBSの例では、フルライセンスを認めるなど、ルールの適用が一貫していないといった批判が出ていること<sup>19</sup>、などがある。

図表 6 創新類証券会社とその系列証券会社の証券取引高シェア

	証券取引高 (億元)	シェア	
<b>広発証券</b>	3,740	3.5%	5.4%
広発北方証券	211	0.2%	
広発華福証券	627	0.6%	
第一証券	308	0.3%	
武漢証券	213	0.2%	
河北証券	644	0.6%	
<b>中信証券</b>	3,050	2.9%	7.7%
中信建投証券	3,403	3.2%	
金通証券	1,099	1.0%	
中信万通証券	594	0.6%	
<b>海通証券</b>	4,500	4.2%	4.6%
興安証券	281	0.3%	
甘肅証券	87	0.1%	
<b>光大証券</b>	2,862	2.7%	4.1%
天一証券	1,270	1.2%	
昆侖証券	188	0.2%	
<b>華泰証券</b>	1,860	1.8%	4.0%
亞洲証券	902	0.8%	
聯合証券	1,505	1.4%	
<b>招商証券</b>	3,333	3.1%	4.0%
北京証券	914	0.9%	
<b>国信証券</b>	3,883	3.7%	3.9%
民安証券	217	0.2%	
<b>東方証券</b>	1,909	1.8%	2.1%
北方証券	309	0.3%	
<b>長江証券</b>	1,186	1.1%	1.3%
大鵬証券	197	0.2%	
<b>東海証券</b>	429	0.4%	0.5%
五洲証券	114	0.1%	
<b>国泰君安証券</b>	7,379	6.9%	
<b>申銀万国証券</b>	5,390	5.1%	
<b>中銀国際証券</b>	1,455	1.4%	
<b>中国国際金融</b>	1,504	1.4%	
<b>平安証券</b>	1,141	1.1%	
<b>国元証券</b>	911	0.9%	
<b>上海証券</b>	699	0.7%	
<b>国都証券</b>	431	0.4%	

(注) 1. 太字は創新類証券会社、内側は創新類証券会社が出資した証券会社。

2. 証券取引高は、2006年1～6月の株式・債券・投信・ワラントなどの取引高である。シェアは創新類証券会社以外の証券会社を含めた合計に占める割合。

(出所) WIND 資料より野村資本市場研究所作成

依然として、外資導入により業務やガバナンス上のノウハウを得られるメリットがあることから、証券会社の整理・再編の目処が立ったところで、外資導入の凍結は解除されると見られる。

## 5. 今回の再編が残した問題点と更なる再編

今回の整理・再編により、問題証券会社が市場から退出し、優良証券会社の状況がさらに改善することで、証券市場のリスクの軽減

や投資家の証券市場に対する信認回復など多くの成果があがっている。

ただし、残されている問題点や課題もある。第一に、現在の整理・再編後、多くの証券会社の株主が入れ替わったものの、依然として「国有」中心という株主構造は根本的に変わっていない。最近の増資により導入した新たな株主も国有企業であり、証券会社の経営陣も政府任命か政府役人からの転入の例が見られる。このため、今回の再編後に証券会社

のコーポレート・ガバナンスがうまく機能するかどうかという疑問が残る。

第二に、証券会社各社が新業務の展開、市場シェアの拡大などのために、増資や上場などを通じて、資本の規模の拡大を迫る姿勢がある。ここで、資本規模の拡大だけでなく、資本を如何に活かすかという質の向上がより重要な課題である。資本規模が拡大する中で質を向上するためには、リスク管理の強化が重要であろう。

こうした問題点と課題が残されていることもあり、今回の整理・再編により形成されつつある創新類証券会社系、金融資産管理会社系、匯金・建銀・保護基金系列、外資系証券会社といった証券業界の勢力図は、今後、更に塗り替えられると思われる。

第一に、匯金、建銀、保護基金の3社が証券業の再編に介入し、証券会社の株式を保有しているのは、金融リスクの解消、証券市場の健全性の改善のためである。これは、目的が達成された後、この3社の保有株式が、譲渡や上場などを通じて、売却される可能性が高いことを意味する。

第二に、買収・再編は、一般的に企業が外部の資源、人材、市場を獲得する手段の一つとして有効である。しかし、中国の証券会社の場合、これまでのところ業務・収益構造が似通っており業務面の補完性が低いため、買収のメリットは、取引仲介業務関連の営業店、顧客、人材の獲得以外は小さかった。しかし、次に述べるように、現在、新商品・業務が導入されつつある。新商品や新業務の展開に伴い、各社のビジネスモデルが変化し、新たな再編の機会をもたらすことも考えられる。

## V. 業務・商品の多様化へ

### 1. 多様化のための法制度の整備

証券業界の再編および体質改善に対して、業務・商品の多様化の果たす役割は大きい。いわゆる金融革新（「創新」）について、最近の経緯を見ると、2004年1月に発表された資本市場改革のマスタープランである「資本市場の改革開放と安定的発展の推進に関する若干の意見」（9条意見）において、証券投資商品の多様化（先物市場、デリバティブ）が打ち出された。

これを受け、2004年8月に「証券業の創新活動の推進に関する問題についての通知」が発表され、①証券会社が、市場競争を通して、業務・経営方式・組織の革新、サービスの向上、利益モデルの改善によって強くなること、②金融革新については当初実験を経て、関連規則を改善した後、徐々に展開してゆくこと、という方針が打ち出された。

同じく2004年8月、証券会社の検査を進めていた証監会は「分類監督管理」「扶優汰劣」の方針を固めた上で、創新類証券会社と規範類証券会社を発表した。つまり、新商品・業務は、創新類証券から実験的に導入されることになり、実際、以下で説明する新商品・業務はすべてこの原則に基づいて導入が図られている。

そして、2006年1月1日に新「証券法」が施行された。これは、従来の原則規制のスタンスから、規制緩和へ舵を切った画期的な法律である。第一に、新商品・業務については、1990年代の金融市場の混乱を受け、1996年に中国人民銀行（中央銀行）が金融機関が先物市場に参加することを禁止し、1998年の旧証券法も証券取引を現物に制限していた。新証券法では、資本市場整備の進展と今後の発展のため、先物・オプション取引や信用取引への道を開いた（新証券法 42

条及び 142 条)。

第二に、証券会社業務についても、大きく修正され、証券会社に対する分類管理、すなわち総合類証券会社と仲介類証券会社の分類が廃止された。それまでの分類管理は、証券会社の発展初期には有効であったが、時間の経過とともに、証券会社の業務革新にとって支障になり、また、証券会社の業務が似通い過当競争が生じさせるなどの難点が目立ってきた。新法では、証券会社の管理は、証券仲介、投資顧問、引受、推薦、資産管理など、業務別管理に修正され、業務内容に合わせて、必要な資本金額も修正された。

## 2. 注目される新業務・新商品

こうした動きを受けて、2005 年以降、創新類証券会社は、新規業務への進出が認められる。具体的には、「集合理財」、ワラント、ABS (資産証券化) が既に導入され、信用取引、株価指数先物も準備が整いつつあり、2006 年中の導入が予想されている。

### 1) 「集合理財」(「集合資産管理計画」)

「集合理財」は、証券会社が、私募形式で富裕な投資家から資金を集め、顧客と契約を結んだ上で資産管理する商品で「集合資産管理計画」とも呼ばれる。法律面では、「証券会社顧客資産管理業務試行弁法」、「証券会社の集合資産管理業務展開に関する問題の通知」が基礎となっており<sup>20</sup>、2006 年 7 月には「証券会社集合資産管理業務実施細則」の意見稿も発表されている。この意見稿では、破産隔離(当該証券会社破産の際、集合理財が証券会社の清算のための財産から分離されること)が盛り込まれている。現時点では、創新類証券会社を取り扱っており、やがて規範類に拡大してゆく予定である。

2005 年 3 月に最初の商品が発売されて以来<sup>21</sup>、創新類証券会社のうち 12 社<sup>22</sup>により 19 商品が発売され 282.52 億元(平均約 15 億

元)を集めている。

集合理財は、公募形式の基金(投信)と異なり、私募形式であり公共メディアでの宣伝ができない(ただし、自社で販売するほか、他の証券会社・商業銀行に販売委託することは可能)。顧客も、自社あるいは委託販売する銀行などの既存顧客で、投資経験・リスク受容能力があることが前提となっている。最低投資金額も「限定性」商品で 5 万元、「非限定性」で 10 万元とハードルが高く、高額所得者向け商品といえる。

「限定性」商品の投資範囲は、国債、債券型投資基金など信用・流動性の高い商品が中心で、業績好調の株式、株式ファンドなどの組入れ比率は全体の 20%までと制限されているが、「非限定性」の場合、投資範囲はこの制限を受けず契約で定められる<sup>23</sup>。これらの商品は、投資方針によりマネーマーケット型、債券型、株式型等の特色を持っている。証券会社は、管理費を得られるほか、自己資金を商品に入れることができる。つまり、業績による収入が得られる。いくつかの例を見ると、管理費は資産額に対して 0.5%前後で、自己資金の商品純資産に占める比率は 3~5%程度である。なお、2006 年 4~6 月期の集合理財の純資産の増加率は 7%以上と報道されている<sup>24</sup>。

### 2) ワラント

中国においてワラントは 90 年代に取引されていたが、後述する先物取引同様、90 年代央の金融混乱の後、当局が慎重な姿勢に転じたことを受けて、取引が停止された経緯がある。その後、取引所も再導入を考慮してきたことに加えて、非流通株改革が直接の契機となり、2005 年 8 月に 9 年ぶりにワラントが上場され、ワラント取引が復活した。法律面では「上海証券取引所ワラント管理暫定弁法」(2005 年 7 月、深セン取引所も同様)とこれに続く諸通知が発表されている。

「暫定弁法」によれば、ワラントの対象となる株式の発行会社及び第三者がワラントを発行できる。但し、現状では、中国で取引されているワラントは、非流通株改革との関連で発行されたもので、実態上、現存する株式について、その株式の発行会社（あるいはその親会社）が発行するコール及びプットオプションである。

非流通株改革の一つのポイントは、非流通株主が流通株主に「対価」を払って非流通株の「流通権」を獲得することである。この対価の支払いの一つの方法としてワラントが取り入れられた。2006年9月中旬現在で、26銘柄が存在しており、発行者は、主に上場企業の親会社の集団企業となっている。上海・深セン両市場での総取引額は、2006年上半期18770.4億元に上り<sup>25</sup>、創新類証券会社は、2005年来、取引手数料収入が増加したとされる。

ワラント導入以降、投機状態が生じ市場価格が歪められるという弊害が生じた。このため、一部ではマーケットメーカ制度の導入が考えられている。また、非流通株改革が次第に終局に向かう中で、今後は非流通株改革関連のワラントが発行されなくなり、このままでは規模が縮小してゆくことが予想される。本格的なデリバティブ市場を構築する意味からも、今後は、証券会社など第三者が発行するワラントなどの導入が図られることになる。

### 3) ABS

企業のキャッシュフローを産む資産を証券会社が証券化した資産証券化商品である。2005年8月に、最初のABS商品（中金会社の「中国聯通 CDMA 網絡租賃収益計画」）が出た際は、「証券会社顧客資産管理業務試行弁法」に基づいていたが、同弁法にはABSについての明示的な規定がなかったため、2006年3月に「証券会社専項資産管理弁法通知」が発表された。その後、2006年6

月に「証券会社の資産証券化業務展開の実験に関する問題に関する通知」の草稿が発表され証券界などから意見を求めている。

他の新商品同様に、証監会は、まず実験し、その後拡大してゆく原則をとっており、現在は創新類証券会社を取り扱える段階である。既に、9つの資産証券化商品が発行されており、発行規模は263.5億元に上っている<sup>26</sup>。原資産からのキャッシュフローは、高速道路料金、水道・電気料金など、比較的安定したものが多い。なお、証券化商品としては、これら企業資産の証券化商品とは別に、2005年12月に発行された中国建設銀行のMBS、国家開発銀行のABSといった銀行融資の証券化商品がある。

投資家は、投信、社会保障基金、財務公司、信託投資などの機関投資家で、今後は、保険会社も加わることも考えられている。受益証券の最低購買金額は10万元であるが、6月の通知（草稿）では100万元へ上げられている模様である。当局は、リスク受容能力の観点から、事実上、購買者を機関投資家に限定する意図と見られる。

証券会社の収入としては、引き受け、財務顧問料があり、さらに、受益証券発行数の10%を超えない範囲で自ら投資することも可能である。

また、6月の通知（草稿）は、いわゆる倒産隔離<sup>27</sup>についても明示していると報道されている。

### 4) 信用取引

証監会は、2006年6月に「証券会社融資貸株業務実験管理弁法」および「証券会社融資貸株業務実験の内部コントロール指針」を発表した。同弁法の発表により、信用取引が解禁される。

具体的には、まず少数の創新類証券会社による信用取引業務を認可し、認可された証券会社は、保有する証券と資金を顧客に貸し付

けることが可能になる。顧客が売買する証券は証券取引所が発表する上場証券に限る。そして、実験を経て関連規則を改善した後に、他の証券会社の信用取引業務も認可し、融資・貸株のための資金・証券の出所を拡大する。信用取引業務が展開できる証券会社は、以下の7条件を満たさねばならない。①証券仲介業務を3年以上営み、創新類証券会社と認定されている。②コーポレート・ガバナンスが健全である。③直近2年間、法律違反がない。④財務状況が良好である。⑤顧客資産が分別管理されている。⑥取引・決済・顧客口座とリスク・コントロールを集中管理している。⑦信用取引業務実験の展開に必要な人員、システム、資金を備えている。

当初は、創新類証券会社でも上位の会社となると予想される。

2006年8月1日、証監会において融資貸株業務申請の受付が始まった。広発、光大、国泰君安、中信、東方、国信、招商、中金の8社の創新類証券会社が申請書を提出した<sup>28</sup>。このうち、4社の創新類証券会社は純資産額が12億元に達していないため、今後、増資する予定と見られる。

同じく8月に、両取引所から「融資貸株取引実験実施細則」が発表された。信用取引の原証券は、①上海証取所に上場3ヶ月以上、②信用買いの場合、流通株が1億株以上または流通時価が5億元以上、③信用売りの場合、流通株が2億株以上または流通時価が8億元以上、株主数が4000人以上、などの条件を満たさなければならない。また、期間は6ヶ月間、証拠金比率は50%以上、担保率は130%以上、現物証券の掛け目70%などの規則が定められている。

信用取引が証券会社にもたらす収益についてみると、金利水準は、銀行融資金利よりも高く、各社によって異なるが、8%前後が最も多くなると予想されている。中信証券は、業務開始の初期に顧客に融資できる金額12

億元、年率8%で計算すると、初年度の収入は9,600万元と推計している<sup>29</sup>。

信用取引実験期間では、証券会社は自己資金で業務を行う。しかし、実験範囲の拡大や信用取引規模の拡大に伴い、自己資金だけでは信用取引業務に追いつかなくなる。このため、将来、証券会社がマネーマーケットから直接、資金調達する、あるいは、間接手段としての証券金融会社を通じて間接的に調達するといった手段の導入が必要であろう。

## 5) 金融先物取引

2006年末までに株式指数先物商品の導入が予想されている。かねてより、証券会社、機関投資家からのヘッジ手段への要望が強かった上、足元では、海外市場（シンガポール）で中国の株価指数先物の導入の動きがあることなども導入を後押ししている。上深300指数の先物商品がまず導入され、その後、商品の種類を増やしてゆく方向である。

最近の動きを見ると、2006年9月8日に「中国金融先物取引所有限株式会社」（以下、「中金所」）が成立した。また、商品先物に限られている「先物取引管理条例」が、金融先物を含む形に改訂される予定である。

9月18日に、中金所は、「上深300指数先物コントラクト（暫定）」を発表した。内容は、①指数先物の限月は当月、翌月、及びその後の2四半期末の月となる（2006年7月の場合、7月、8月、9月、12月限）、②保証金は8%、③1日のストップ高（安）は、前日決算価格の±10%、などである。模擬取引の後、必要ならば内容に修正を加えた後、上場される。

報道によると、先物取引（ディーリング）は先物会社が行い、証券会社は直接金融先物ディーリング業務ができないことになっている。一方、証券会社では創新類証券会社が「先物取引紹介商業務」を営める。これは、証券会社が自分の投資家を先物会社に紹介す



るなどの業務である。この業務は、やがて規範類証券会社に広げられる予定である。

当局は、先物会社の新設を今後禁止する一方、証券会社が先物会社を買収することを奨励している。創新類証券会社のうち7社もすでに先物会社を保有しており、他の創新類証券が先物会社買収に動き始めている。一部の証券会社は100%支配、あるいは少なくとも70~80%の支配大株主を狙っており、一方、現在、約180社ある先物会社のうち約半数が株式の売却を考えていると伝えられている。

## VI. 終わりに～中国証券業の課題と展望～

地方政府が地域間競争などの観点から設立した証券会社は、もともと経営能力が疑問視されてきた。特に、2001年以降4年間にわたる株価下落の中で、委託理財で大きな損失が生じ、証券業全体の問題となっていた。一部の証券会社で、解決を先延ばしできないほど問題が悪化する中で、当局は2004年以降、証券業界の整理・体質強化に乗り出した。破綻した証券会社が様々な方法で整理される一方、財務体質の強い証券会社は、新たなビジネス機会を得られる仕組みとなった。基本的には、強い会社がより強くなる仕組みであり、将来的には、一部の大手証券会社と特色のある中堅という色分けにして、業界を安定させる方向と思われる。

証券業界がこのように色分けされると同時に、中国の金融業が徐々に「総合経営」（ユニバーサルバンキング）に向けて動いている点も重要である。第一に、経済発展にともなう貯蓄増加、高収入層の出現により金融商品・サービスの多様化が求められている。他の金融改革の影響、つまり金利・資本自由化が進み、金利・為替も変動するようになると、ヘッジなどの新たなサービスへの需要も生まれる。新商品・サービスの分野で各金融業態が相互乗り入れする余地が生まれている。

第二に、WTO加盟移行期が、加盟後5年を経過する2006年末に一段落し、中国の金融機関は、国際競争にさらされることになる。海外先進国の金融機関がユニバーサルバンキングになる中で、中国も総合経営へ向かって動き出さないと競争上不利になるという判断もある。

実際、「第11次5ヵ年計画建議」（2005年10月11日5中全会通過）では「金融業総合経営の実験を着実に推進する」（25節）と述べており、総合経営は規定路線と言える。法律・監督面でも、「商業銀行中間業務暫定規定」（2001年、中間業務の種類により審査批准、登録制を採る）、「商業銀行法」（2003年12月、株式投資やその他の方法での非銀行業務への進出可能性）、國務院「保険業の改革発展に関する若干の意見」（2006年6月、いわゆる「国10条」。保険業の総合経営実験、保険資金の商業銀行への資本参加などに言及）、新「証券法」（第6条の改正：国家が別に定める規定による分業の例外）などがそろってきた。

既に、各業態間の相互乗り入れが見られる。①銀行の投信会社設立、②保険会社の株式市場での直接運用や投信会社設立の動き、③保険会社の銀行、証券への資本参加などがあげられる。また、上述した証券の集合理財と投信や銀行の理財商品の間に見られるように商品間の類似性・競合性も現れている。

総合経営は、当面、こうした形で徐々に進み、その間に各金融機関の内部管理や当局の監督体制などを整え、その後、金融持ち株会社の形式へ向かうものと予想される。

その際、監督管理面では、特に、金融システム全体から見たリスクへの対応が重要となる。既に、これまでの業態毎の縦割り監督管理では、金融業の現状から遅れつつあるとの認識が金融当局間にある。

実際、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会、証監会、中国保険監督管理委員会は、

金融総合経営に備えた金融監督管理協調機構の設立を検討している。國務院の常設機関で、これらの金融当局よりも若干上位の機関となり、国家金融戦略の制定・各金融分野の発展戦略制定・金融総合経営の監督管理などに携わると見られている。今後、2006年末に予定される全国金融工作会議<sup>30</sup>などに向けて、より具体的な形が見えてくると思われる。

<sup>1</sup> 2004年は中国証券業協会の発表。2003年と2005年は2006年7月18日付「21世紀経済報道」による。集計対象の証券会社数は、2003年122社、2004年114社で、2005年は約110社である。

<sup>2</sup> 証券会社のこれまでの発展状況の詳細については、『中国証券市場ハンドブック 2006年』第5章参照。

<sup>3</sup> 2003年に中国政府が国有商業銀行への資金注入および注入した資金の管理のために100%出資して設立した。正式名称は、「中央匯金投資有限責任公司」。

<sup>4</sup> 2004年8月に証監会が「証券業の創新活動の推進に関する問題についての通知」、中国証券業協会が「創新活動に従事する証券会社の評価審査に関する暫定弁法」、翌2005年に証監会が「規範類証券会社評価審査および監督管理に関する問題の通知」、中国証券業協会が「規範類証券会社の評価審査に関する暫定弁法」を公布した。

<sup>5</sup> 2006年11月1日より実施予定の「証券会社リスク・コントロール指標管理弁法」に基づく、純資本＝純資産－金融商品投資のリスク調整－売掛勘定のリスク調整－その他の流動資産勘定のリスク調整－長期資産のリスク調整－偶発債務のリスク調整－/+中国証監会が認定・許可したその他の調整勘定、である。また、所有者權益＝資産－負債、である。

<sup>6</sup> ただし、「弁法」の条件を満たす証券会社の数がそれほど多くないため、証券会社の短期債券市場はそれほど活発でない。

<sup>7</sup> ただし、この時期は株価の低迷と重なったこともあり、この低利資金は、政府が株価を支えるため、証券会社が自己勘定での株式購入のために提供したという見方が中国国内にある。

<sup>8</sup> 2006年8月11日付「中国証券網」

<sup>9</sup> 匯金の2社に対する株式保有比率が37.3%、21.0%となり、それぞれの筆頭株主、第2位株主となった。

<sup>10</sup> 2006年7月17日付「全景網」

<sup>11</sup> 2003年の登録資本金は45億元で1位、2004年A株取引高1位、国債取引高1位。

<sup>12</sup> 2006年7月28日「証券日報」

<sup>13</sup> 銘柄名・銘柄コードはG中信(600030.SH)、G

宏源(000562.SZ)である。

<sup>14</sup> 「証券法」では「株式の発行・上場基準について直近3年間に財務会計報告に虚偽の記載やその他重大な違法行為がないこと」(第13条)との規定であるが、証監会の株式発行審査委員会の規定で審査上重視する項目の一つに、直近3年間、連続して黒字の計上の有無がある。

<sup>15</sup> 2006年8月6日「証券市場週刊」長江証券副総裁兼上場工作領導小組副組長の談話。

<sup>16</sup> 両者の意見募集原稿は2006年1月に発表され、業界内から意見を募集し修正した上で、7月に正式に発表した。

<sup>17</sup> 第10条で、外資出資比率は3分の1を超えないと定められている。

<sup>18</sup> 2005年12月15日付「中国証券報」

<sup>19</sup> WTOのルールでは、合弁証券会社は、A株の売買仲介(ブローカレッジ)ができない。

<sup>20</sup> 証券会社の経営に大きなダメージを与えた先述の委託理財は、主に、証券会社と顧客が1対1で契約する形であり、利回り保証が問題となった。最近注目されている集合理財は1対多の形式である。「証券会社顧客資産管理業務試行弁法(2004年施行)」では、前者を「定向」資産管理業務、後者を「集合」資産管理業務と分類しており、いずれも元本・利回り保証を禁止している。

<sup>21</sup> 光大証券の「光大陽光計画」

<sup>22</sup> 2006年7月24日付「証券時報」、「新浪網」

<sup>23</sup> なお、保有している債券をレポ取引に使用することは禁じられている。

<sup>24</sup> 2006年7月27日付「上海証券報」

<sup>25</sup> 2006年7月12日付「中国証券報」

<sup>26</sup> 2006年9月15日付「中国証券報」

<sup>27</sup> ABSの基礎資産の元の保有企業、証券会社、信託機関が破産した際などに、当該資産が差し押さえられることがない。

<sup>28</sup> 2006年8月2日付「証券時報」

<sup>29</sup> 2006年8月6日付「経済観察報」

<sup>30</sup> 中国共産党と國務院が共催する中国の金融関連の政策を決定する重要な会議で、年一回定例の金融工作会議とは異なる。過去2回しか開催されることがなく、いずれも金融情勢の重要な時期と重なった。初回はアジア金融危機勃発の直後の1997年11月17～19日、2回目は中国のWTO加盟直後の2002年2月5～7日に開催された。