

本格化し始めた中国証券会社の再編と今後の展望¹

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2014年5月に国务院（内閣）が資本市場育成に向けた政策を打ち出して以降、中国証券会社の再編が相次いでいる。一つ目は、合併証券会社の再編と国泰君安証券による上海証券の買収である。二つ目は、持株会社を使った申銀万国証券による初の証券会社間 M&A である（申万宏源証券）。三つ目は、営業店舗網をカバーし合うための方正証券による民族証券の買収である（方正民族証券）。
2. 2013年末の中国証券会社合計 115社のランキングの中での単純な合計（推計）によれば、これらの一連の再編の結果、ブローカレッジ収入、預かり資産ともに、再編で先行する国泰君安証券と上海証券の合併会社が第1位、申万宏源証券が第2位となり、銀河証券を交えたリテール分野での首位グループ間の競争が激化する。
3. 国泰君安証券のケースでは、再編後の営業店政策の見直しが課題である。申万宏源証券のケースでは、証券業務は申銀万国証券が継承するが、今後、持株会社の下に銀行、保険、信託、金融リース等の金融業務を収める構想が描かれている。方正民族証券のケースでは、異なる地域間での営業店舗の補完も鍵となっている。
4. 一方、再編後の新会社にとって、2014年下半期にかけて発生する上海・香港相互株式投資制度の始動、優先株の発行解禁、国内 IPO の再開、新店頭市場でのマーケットメイク業務、インターネット証券業務の試行、私募ファンドのカストディ業務、証券口座管理制度の改革など規制・競争環境の変化に対応することも課題である。
5. 今回の証券会社の再編は、地方政府が管理する国有企業（地方国有企業）の改革も背景にある。今後は、申万宏源証券と同様、中央匯金投資有限責任会社が株主となっている中国光大（集団）総会社と中国国際金融（CICC）の2社の再編の行方が注目されている。

¹ 本稿は、公益財団法人野村財団の許諾を得て、『季刊中国資本市場研究』2014Vol.8-3より転載している。

I. ブローカレッジ業務を巡って激化する中国証券会社の再編

2014年5月に国务院（内閣）から公表された「資本市場の健全な発展を更に促進するための国务院の若干の意見（いわゆる「新9条意見」）以降、中国の証券会社の再編が動き出している。

1. 合併証券会社の再編と国泰君安証券による上海証券の買収

最初に動き始めたのが上海発の再編である。一つ目は、合併証券会社の合併解消に伴う中国側パートナーによる外資持分の買い取りである。2014年6月10日付証券時報によれば²、上海証券と大和証券が2004年に合併で設立した「海際大和証券」が10年間の合併期間の満了に当たり、上海証券が海際大和証券の大和証券の持分33%を買い取るというものである³。当該買い取りによって、合併証券会社が行ってきた投資銀行業務も上海証券本体に吸収されることとなる。

二つ目は、その上海証券を、同様に上海に本部を有する別の証券会社が買収するというM&Aである。2014年6月6日付上海證券報によれば⁴、上海国際集団が保有する上海証券の51%の支配権を国泰君安証券が35.71億元で買収するという。続いて、同年7月9日付上海證券報は⁵、7月8日に当該買収は完了し、国泰君安証券の上場の条件が整ったとした。中国では、中国証券監督管理委員会（証監会）が2008年に打ち出した「一参一控」と呼ばれる、①同一株主が資本参加できる証券会社は2社まで、②うち支配株主になれるのは1社までとする管理監督指針がある。この為、国泰君安証券の上場申請に当たっては、上海国際集団が資本参加する証券2社（上海証券、国泰君安証券）の資本関係を整理する必要があった。

2. 持株会社を使った申銀万国証券による初の証券会社間 M&A

証券会社間のM&Aで、初めて持株会社を使うケースも出てきた。それは、申銀万国証券（本部は上海、未上場会社）による宏源証券（本部は新疆ウイグル自治区、深圳証券取引所への上場会社）の買収である。

2014年7月25日、宏源証券が深圳証券取引所で公告を行った⁶。同公告に基づくこのM&Aの特徴は、①株式交換方式を採用したこと（交換比率は宏源証券1株に対し申銀万国証券の2.049株を交付）、②存続会社は申銀万国証券とし、宏源証券の証券業務・資産・社員等全てを継承すること、③宏源証券は上場及び法人格が取り消され、株式交換によって申銀万国証券の名前で深圳での上場を維持すること、④申銀万国証券は深圳での上場を維持した持株会社として傘下の証券子会社の親会社となること、にある。

² <http://www.stcn.com/2014/0610/11477374.shtml>

³ 中国証券監督管理委員会・上海監管局は、2014年7月15日、海際大和証券の主要株主の変更を認可している（公表は同年7月23日）

⁴ http://news.cnstock.com/news/sns_qy/201406/3049624.htm

⁵ http://www.cs.com.cn/xwzx/zq/201407/t20140709_4441327.html

⁶ <http://disclosure.szse.cn/finalpage/2014-07-26/1200079040.PDF>

3. 営業店舗網をカバーし合うための方正証券による民族証券の買収

営業店舗で地域間の強みをカバーし合うための買収のケースも出てきた。それは、方正証券（本部は湖南省、上海証券取引所への上場会社）による民族証券（本部は北京）の買収である。

2014年8月1日、方正証券が上海証券取引所で公告を行い、証監会から買収の認可を取得したことを明らかにした⁷。このM&Aは、方正証券が、民族証券の株主から全株式を譲受け、民族証券を子会社化することによって行われる。

以上の2014年7月から8月にかけて発生した合弁証券会社の合弁解消も含めた4件の中国証券会社の再編は、ブローカレッジ業務を巡り業界地図を更に塗り替えていくことになる。

II. 証券会社再編後の業界地図

1. 再編前後の証券会社ランキング

それでは、中国証券業協会の統計に基づき⁸、証券会社合計115社の中で、2014年7月から8月にかけて発生した再編前後の証券会社ランキングを見てみる。なお、買収後の新証券会社の名称は、仮に、①国泰君安証券による上海証券の買収の場合は「国泰君安上海証券」、②申銀万国証券による宏源証券の買収の場合は「申万宏源証券」、③方正証券による民族証券の買収の場合は「方正民族証券」としておく。

1) 総資産（単体ベース）

再編前の2013年末の総資産では（図表1）、第一に、国泰君安上海証券の場合、国泰君安証券が1,178億元で第3位、上海証券が140億元で第37位、海際大和証券が3.6億元で第113位であった。第二に、申万宏源証券の場合、申銀万国証券が598億元で第10位、宏源証券が321億元で第16位であった。第三に、方正民族証券の場合、方正証券が321億元で第17位、民族証券が140億元で第36位であった。

単純な合計で推計すると、再編後の総資産は、国泰君安上海証券は1,322億元となり、第1位の中信証券の1,929億元に次ぐ第2位に浮上する。また、申万宏源証券は919億元で第5位に、方正民族証券は461億元で第13位にそれぞれ浮上する。

2) 営業収入（単体ベース）

再編前の2013年の営業収入では（図表2）、第一に、国泰君安上海証券の場合、国泰君

⁷ http://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/2014-08-01/601901_20140802_2.pdf

⁸ http://www.sac.net.cn/ljxh/xhgzt/201405/t20140530_93890.html

図表 1 再編前後の総資産ランキング (2013 年末)

再編前			再編後		
順位	証券会社名	総資産 (万円)	順位	証券会社名	総資産 (万円)
1	中信証券	19,293,365	1	中信証券	19,293,365
2	海通証券	12,901,784	2	国泰君安上海証券	13,219,121
3	国泰君安証券	11,784,112	3	海通証券	12,901,784
4	広発証券	10,884,661	4	広発証券	10,884,661
5	華泰証券	8,834,968	5	申万宏源証券	9,190,725
6	招商証券	7,518,404	6	華泰証券	8,834,968
7	国信証券	7,076,072	7	招商証券	7,518,404
8	銀河証券	6,972,940	8	国信証券	7,076,072
9	中信建投証券	6,568,393	9	銀河証券	6,972,940
10	申銀万国証券	5,978,954	10	中信建投証券	6,568,393
16	宏源証券	3,211,771	13	方正民族証券	4,608,374
17	方正証券	3,206,617			
36	民族証券	1,401,757			
37	上海証券	1,399,250			
113	海際大和証券	35,759			

(注) 単体ベース。

(出所) 中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

図表 2 再編前後の営業収入ランキング (2013 年)

再編前			再編後		
順位	証券会社名	営業収入 (万円)	順位	証券会社名	営業収入 (万円)
1	中信証券	817,903	1	申万宏源証券	879,546
2	海通証券	780,797	2	国泰君安上海証券	831,758
3	国泰君安証券	725,073	3	中信証券	817,903
4	広発証券	717,438	4	海通証券	780,797
5	銀河証券	684,393	5	広発証券	717,438
6	国信証券	603,423	6	銀河証券	684,393
7	華泰証券	592,644	7	国信証券	603,423
8	中信建投証券	538,184	8	華泰証券	592,644
9	招商証券	536,354	9	中信建投証券	538,184
10	申銀万国証券	512,638	10	招商証券	536,354
11	宏源証券	366,908	11	方正民族証券	396,572
14	方正証券	292,605			
44	上海証券	104,843			
45	民族証券	103,967			
115	海際大和証券	1,842			

(注) 単体ベース。

(出所) 中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

安証券が 72.5 億元で第 3 位、上海証券が 10.5 億元で第 44 位、海際大和証券が 1,842 万元で第 115 位であった。第二に、申万宏源証券の場合、申銀万国証券が 51.3 億元で第 10 位、宏源証券が 36.7 億元で第 11 位であった。第三に、方正民族証券の場合、方正証券が 29.3 億元で第 14 位、民族証券が 10.4 億元で第 45 位であった。

単純な合計で推計すると、再編後の営業収入は、申万宏源証券は 88.0 億元で第 1 位、国泰君安上海証券は 83.2 億元で第 2 位となり、再編前で第 1 位の中信証券の 81.8 億元をそれぞれ抜くこととなる。また、方正民族証券は 40.0 億元で第 11 位に浮上する。

3) ブローカレッジ収入（純収入、連結ベース）

再編前の2013年のブローカレッジ収入では（図表3）、第一に、国泰君安上海証券の場合、国泰君安証券が38.6億元で第2位、上海証券が5.5億元で第41位であった。第二に、申万宏源証券の場合、申銀万国証券が30.3億元で第8位、宏源証券が12.9億元で第17位であった。第三に、方正民族証券の場合、方正証券が14.7億元で第15位、民族証券が5.7億元で第37位であった。

単純な合計で推計すると、再編後のブローカレッジ収入は、国泰君安上海証券は44.2億元で第1位、申万宏源証券は43.2億元で第2位となり、再編前で第1位の銀河証券の39.1億元をそれぞれ抜くこととなる。ブローカレッジ業務を巡って首位グループ間の競争が激化する構図となる。なお、方正民族証券は20.4億元で第13位に浮上する。

4) 預かり資産（連結ベース）

再編前の2013年末の預かり資産では（図表4）、第一に、国泰君安上海証券の場合、国泰君安証券が298億元で第1位、上海証券が47億元で第33位であった。第二に、申万宏源証券の場合、申銀万国証券が246億元で第6位、宏源証券が88億元で第16位であった。第三に、方正民族証券の場合、方正証券が88億元で第17位、民族証券が45億元で第37位であった。

単純な合計で推計すると、再編後の預かり資産は、国泰君安上海証券が344億元で引続き第1位となる一方、申万宏源証券が334億元で第2位となり、再編前で第2位の銀河証券の292億元をそれぞれ引き離すこととなる。預かり資産でも首位グループ間の競争が激化する構図となる。なお、方正民族証券は133億元で第13位に浮上する。

図表3 再編前後のブローカレッジ収入（純収入）ランキング（2013年）

再編前			再編後		
順位	証券会社名	ブローカレッジ収入（万元）	順位	証券会社名	ブローカレッジ収入（万元）
1	銀河証券	390,906	1	国泰君安上海証券	441,659
2	国泰君安証券	386,291	2	申万宏源証券	431,947
3	中信証券	385,796	3	銀河証券	390,906
4	国信証券	360,114	4	中信証券	385,796
5	華泰証券	348,015	5	国信証券	360,114
6	海通証券	331,676	6	華泰証券	348,015
7	広発証券	328,363	7	海通証券	331,676
8	申銀万国証券	303,343	8	広発証券	328,363
9	招商証券	269,667	9	招商証券	269,667
10	中信建投証券	248,272	10	中信建投証券	248,272
15	方正証券	147,489	13	方正民族証券	204,421
17	宏源証券	128,604			
37	民族証券	56,932			
41	上海証券	55,368			

（注） 連結ベース。

（出所） 中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

図表 4 再編前後の預かり資産ランキング (2013 年末)

再編前			再編後		
順位	証券会社名	預かり資産 (万円)	順位	証券会社名	預かり資産 (万円)
1	国泰君安証券	2,975,190	1	国泰君安上海証券	3,443,403
2	銀河証券	2,919,368	2	申万宏源証券	3,336,368
3	海通証券	2,623,630	3	銀河証券	2,919,368
4	華泰証券	2,599,225	4	海通証券	2,623,630
5	広発証券	2,570,595	5	華泰証券	2,599,225
6	申銀万国証券	2,455,471	6	広発証券	2,570,595
7	招商証券	2,189,632	7	招商証券	2,189,632
8	国信証券	2,139,697	8	国信証券	2,139,697
9	中信建投証券	1,812,407	9	中信建投証券	1,812,407
10	中信証券	1,626,108	10	中信証券	1,626,108
16	宏源証券	880,897	13	方正民族証券	1,333,701
17	方正証券	879,122			
33	上海証券	468,213			
37	民族証券	454,579			

(注) 連結ベース。

(出所) 中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

2. 国泰君安証券－上海証券間の M&A の狙い

1) 両社の由来

今回、上海証券を買収する国泰君安証券は、1992年9月に上海で設立された国泰証券と同年8月に深圳で設立された君安証券とが1999年8月に合併してできた証券会社である。資産管理業務は1993年に開始している。

一方、買収される上海証券は、上海国際信託投資公司・証券部と上海財政証券公司とが合併し2001年に設立された証券会社である。株式及び上場会社の発行する社債（公司債）の引受業務は、2004年に大和証券 SMBC（当時）と合併で設立した海際大和証券と役割を分担して担っている。

2) 収益構造はなおブローカレッジ業務が中心

中国の証券会社全体に共通する特徴ではあるが、両者の収益構造はブローカレッジ業務が中心となっている。中国証券業協会に提出された財務諸表から2013年の営業収入（連結ベース）を見てみると⁹、ブローカレッジ収入の営業収入に対する割合は、国泰君安証券の場合は47.9%、上海証券の場合は50.6%となっている（図表5）。合併後の営業収入でも、前述の割合は48.2%となっている。

一方、中国で証券取引所が設立されたのは1990年であり、証券市場の創設期から手掛けてきた国泰君安証券の資産管理業務の営業収入に対する割合は2013年で9.17%となっている。中国証券業協会の『中国証券業発展報告（2013）』によれば、2013年の中国証券会社全体の営業収入のうち、資産管理業務の占める割合は4.41%であり、業界平均の倍以上

⁹ <http://jg.sac.net.cn/pages/publicity/finance-nbpl.html>

図表 5 両社の営業収入構成 (2013 年)

	国泰君安証券 (連結ベース)		上海証券 (連結ベース)		国泰君安・上海合併証券 (連結ベース)	
	金額 (元)	割合 (%)	金額 (元)	割合 (%)	金額 (元)	割合 (%)
営業収入	8,993,480,148	100.00	1,111,628,412	100.00	10,105,108,560	100.00
ブローカレッジ業務	4,304,616,578	47.86	562,328,555	50.59	4,866,945,133	48.16
投資銀行業務	899,556,928	10.00	14,255,176	1.28	913,812,104	9.04
資産管理業務	824,609,115	9.17	10,419,370	0.94	835,028,485	8.26
その他手数料収入	31,547,035	0.35	36,291,262	3.26	67,838,297	0.67
利息収入	1,464,580,907	16.28	135,469,765	12.19	1,600,050,672	15.83
投資収益	2,218,843,029	24.67	398,457,989	35.84	2,617,301,018	25.90
公正価値変動収益 (損失)	(766,897,504)	-8.53	(49,630,721)	-4.46	(816,528,225)	-8.08
為替収益	2,100,037	0.02	(3,105,586)	-0.28	(1,005,549)	-0.01
その他	14,524,023	0.16	7,142,602	0.64	21,666,625	0.21

(出所) 中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

の割合になっているとは言え、同社の中国国内でのトップクラスの預かり資産を活かす余地が更にあるものと思われる。

3) 両社の営業店間の格差解消も課題

両社の一店舗当たりの預かり資産を見てみると、店舗間の格差解消も課題となる可能性が高い。国泰君安証券の場合、2013 年末時点の預かり資産は 297 億 5,190 万元、営業店舗数は 195 店であることから、一店舗当たりの同資産は 1 億 5,257 万元となる。一方、上海証券の場合、2013 年末時点の預かり資産は 46 億 8,213 万元、営業店舗数は 56 店舗であることから、一店舗当たりの同資産は 8,361 万元となる。両社の一店舗当たりの預かり資産には、1.8 倍の格差があることになる。

同様に一店舗当たりのブローカレッジ収入をそれぞれ見てみる。国泰君安証券の場合、2013 年のブローカレッジ収入は 38 億 6,291 万元、営業店舗数は 195 店舗であることから、一店舗当たりの同収入は 1,981 万元となる。一方、上海証券の場合、2013 年のブローカレッジ収入は 5 億 5,368 万元、営業店舗数は 56 店舗であることから、一店舗当たりの同収入は 989 万元となる。両社の一店舗当たりのブローカレッジ収入には、約 2 倍の格差がある。

合併後は、国泰君安証券の証券リテールモデルを基礎に、営業店政策 (予算、人員、研修) も見直されていくものと予想する。

3. 申銀万国証券－宏源証券間の M&A の狙い

1) 両社の由来

今回、宏源証券を買収する申銀万国証券は、1988 年 5 月に設立された申銀証券と同年 7 月に設立された万国証券とが 1996 年 9 月に合併してできた証券会社である。中国最初の株式会社形態で設立された証券会社でもある。2005 年 9 月には、中央匯金投資有限責任公司 (2003 年 12 月に設立された国有金融機関への国有投資会社、中央匯金) からの出資 (資本注入) を受けている。2013 年末時点の中央匯金の申銀万国証券の持株比率は 55.38% となっている。

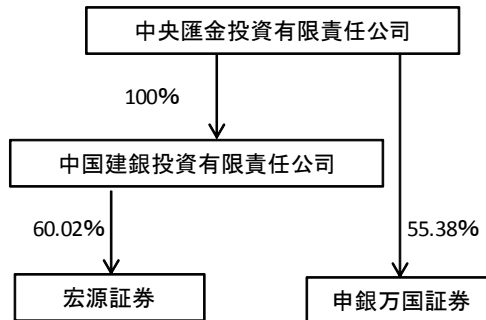
一方、買収される宏源証券は、1988 年に設立された中国人民建設銀行新疆信託投資公司が母体で、1993 年には外部株主を募って新疆宏源信託投資株式有限公司に改組され、2000

年9月に证监会の認可を受け設立された証券会社である。中国最初の上場証券会社でもある。2006年5月には、株主変更が行われ、中国建銀投資有限責任公司（2004年9月に設立された国有投資会社、中国建投）が支配株主として資本注入を行った。中国建投に対し全額出資する株主は前述の中央匯金であり、この為中央匯金は、申銀万国に直接出資、宏源証券に間接出資している関係となる（図表6）。2013年末時点の中国建投の宏源証券の持株比率は60.02%となっている。

2) 収益構造では補完できる可能性も

中国の証券会社では、共通してブローカレッジ業務中心の収益構造からの脱却が課題となっている。中国証券業協会に提出された財務諸表から2013年の営業収入（連結ベース）を見てみると¹⁰、ブローカレッジ収入の営業収入に対する割合は、申銀万国証券の場合は56.7%となっている一方、宏源証券の場合は34.1%となっている（図表7）。申銀万国証券では、信用取引等による利息収入の割合が24.5%（14.6億元）、宏源証券では、トレーデ

図表6 中央匯金と宏源証券・申銀万国証券の株主関係



（出所）深圳証券取引所開示資料より野村資本市場研究所作成

図表7 申銀万国証券・宏源証券の営業収入構成（2013年）

	申銀万国証券(連結ベース)		宏源証券(連結ベース)		申万宏源証券(連結ベース)	
	金額(元)	割合(%)	金額(元)	割合(%)	金額(元)	割合(%)
営業収入	5,973,341,423	100.00	4,118,510,582	100.00	10,091,852,005	100.00
ブローカレッジ業務	3,387,572,305	56.71	1,405,793,940	34.13	4,793,366,245	47.50
投資銀行業務	175,337,050	2.94	542,480,992	13.17	717,818,043	7.11
資産管理業務	548,627,497	9.18	363,502,121	8.83	912,129,618	9.04
その他手数料収入	50,445,171	0.84	91,672,981	2.23	142,118,152	1.41
利息収入	1,460,192,703	24.45	439,629,950	10.67	1,899,822,654	18.83
投資収益	397,623,079	6.66	1,379,782,750	33.50	1,777,405,829	17.61
公正価値変動収益(損失)	(52,785,700)	-0.88	(125,636,793)	-3.05	(178,422,493)	-1.77
為替収益(損失)	(4,672,165)	-0.08	(2,093,099)	-0.05	(6,765,264)	-0.07
その他	11,001,482	0.18	23,377,740	0.57	34,379,222	0.34

（出所）中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

¹⁰ 脚注9と同様。

イング等による投資収益の割合が 33.5% (13.8 億元)、投資銀行業務の割合が 13.2% (5.4 億元) となっていることから、両社の合併により収益構造が補完できる可能性がある。

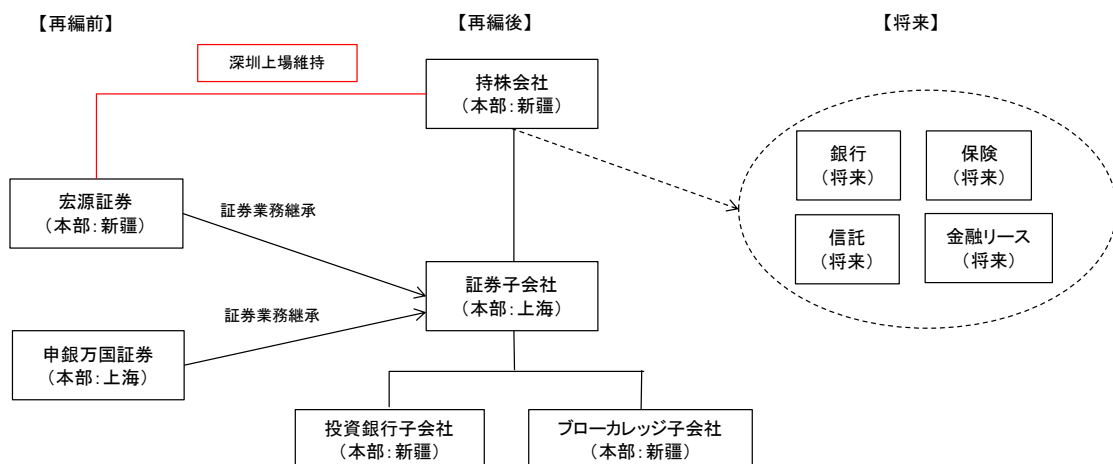
また、前述の『中国証券業発展報告 (2013)』によれば、2013 年の中国証券会社全体の営業収入のうち、資産管理業務の占める割合は 4.41% となっている。合併後も、国泰君安上海証券同様、中国国内でのトップクラスの預かり資産を活かす余地が更にあると言えよう。

3) 合併後の経営戦略

申銀万国証券による宏源証券の買収では、①前述の公告の通り、株式交換後の持株会社（申銀万国証券の名前で深圳上場を維持）の下に、存続会社（申銀万国証券）を母体とした証券子会社を上海に設立することに加え、2014 年 7 月 26 日付証券時報¹¹によれば、②新疆に同証券子会社の投資銀行子会社と地域性ブローカレッジ子会社を設立する、また③持株会社の下で新疆に設立する産業 M&A ファンドやオルタナティブ投資子会社等を通じて新疆地区の金融改革に参入する、という組織再編を考えている（図表 8）。

以上の組織再編のうち、持株会社の設立については、2014 年 7 月 25 日の記者会見の席上、申銀万国証券の李剣閣会長は、合併後の証券業務の優位性を発揮するだけでなく、銀行、保険、信託、金融リース等の金融業務を傘下に収めることも視野に入れていることを明らかにした（前述の 2014 年 7 月 26 日付証券時報）。これによって様々な顧客に対し、ワンストップの金融サービスを提供できるようになるとしている。

図表 8 宏源証券・申銀万国証券の合併に伴う組織再編



(出所) 深圳証券取引所開示資料より野村資本市場研究所作成

¹¹ 2014 年 7 月 26 日付証券時報。

前述の2014年5月の新9条意見¹²、証券・先物業界への参入規制緩和に向け、ライセンス制度の見直しを行い、その他金融機関や異業種からの業界参入も容認する方針を示している。また、2014年5月15日に、証監会が公表した「証券経営機関の創新・発展を更に促進することに関する意見」（制定日は5月13日）¹³では、持株会社方式による総合経営によって有力な投資銀行を育成する方針も示している。申銀万国証券による宏源証券の買収は、持株会社方式の第一号として今後のモデルケースになる可能性が高い。

組織再編後の新会社の経営について、前述の記者会見の席上、宏源証券の馮戎会長は、市場メカニズムを適用するとした上で、①取締役会制度を整備し、②取締役会による経営者の任免、評価、インセンティブ、責任追及等の機能も整備するとしている。また、証券子会社については、①市場での競争力があり統一的な報酬制度を構築・実施し、②従業員持株会の導入も積極的に進めていくとしている。持株会社にせよ証券子会社にせよ、今後の経営改革にも注目していく必要がある。

4. 方正証券－民族証券間のM&Aの狙い

1) 両社の由来

今回、民族証券を買収する方正証券は、1988年6月に設立された浙江省証券が母体で、2002年8月に北京大学グループ企業の方正集団が支配株主として資本参加してできた証券会社である。2003年8月に現在の方正証券に名称変更されている。

一方、買収される民族証券は、2002年4月に中国民族国際信託投資公司等5社によって設立された証券会社である。

2) ブローカレッジ以外の業務で強みを発揮できるかが鍵

次に、前述の申銀万国証券や宏源証券と同様、中国証券業協会に提出された財務諸表から2013年の営業収入（連結ベース）を見てみると¹⁴、ブローカレッジ収入の営業収入に対する割合は、方正証券の場合は43.0%、民族証券の場合は55.0%となっている（図表9）。一方、方正証券では、信用取引等による利息収入の割合は22.2%、トレーディング等による投資収益の割合が20.5%となっている。民族証券でも、ブローカレッジ収入以外の主要な収益源は利息収入と投資収益となっており、両社の合併により、ブローカレッジ以外の業務で強みを発揮できるよう、社内体制を再構築して、顧客のカバレッジを共有し、更に拡大できるかが鍵となる。

3) 営業店舗の補完も鍵

2013年末時点の方正証券の営業店舗は139店舗あるが、うち浙江省が32店舗、湖南省

¹² 関根栄一「中国政府による資本市場育成に向けた新9条意見の公布」『季刊中国資本市場研究』2014年夏号。

¹³ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201405/t20140529_255102.html

¹⁴ 脚注9と同様。

図表 9 方正証券・民族証券の営業収入構成 (2013 年)

	方正証券(連結ベース)		民族証券(連結ベース)		方正民族証券(連結ベース)	
	金額(元)	割合(%)	金額(元)	割合(%)	金額(元)	割合(%)
営業収入	3,441,541,413	100.00	1,039,665,025	100.00	4,481,206,439	100.00
ブローカレッジ業務	1,478,020,047	42.95	571,583,243	54.98	2,049,603,290	45.74
投資銀行業務	207,802,785	6.04	66,069,218	6.35	273,872,003	6.11
資産管理業務	40,939,052	1.19	66,248,954	6.37	107,188,007	2.39
その他手数料収入	192,160,867	5.58	3,347,947	0.32	195,508,814	4.36
利息収入	762,168,239	22.15	176,170,202	16.94	938,338,441	20.94
投資収益	705,050,013	20.49	176,536,764	16.98	881,586,777	19.67
公正価値変動収益(損失)	31,399,619	0.91	(31,793,639)	-3.06	(394,020)	-0.01
為替収益(損失)	(825,453)	-0.02	(293,330)	-0.03	(1,118,783)	-0.02
その他	24,826,245	0.72	11,795,666	1.13	36,621,911	0.82

(出所) 中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

が 64 店舗となっている。同様に、民族証券の店舗数は 51 店舗あるが、うち遼寧省を中心とした東北地区が 18 店舗、四川省・雲南省を中心とした西南地区が 7 店舗となっている。両社の合併では、各地区の営業店舗の顧客カバレッジ（特にリテール）を活かして補完し合えるかも鍵となろう。

Ⅲ. 規制・競争環境の変化への対応も必要

1. 規制・競争環境の変化

今回の両社の合併により、ブローカレッジ業務や預かり資産での業界トップの座が今後とも自動的に保証されるとは限らない。なぜならば、前述の 2014 年 5 月に国務院が打ち出した資本市場の育成に向けた新 9 条意見により、証券会社の規制・競争環境が大きく変わろうとしているためである¹⁵。新 9 条意見を受け、2014 年 7 月 3 日付証券市場は、2014 年下半期の資本市場の発展に向けた好材料として、以下の 10 項目の規制・競争環境を挙げている¹⁶。証券各社のケースについては、再編で先行した国泰君安証券の動きを中心に取り上げる。

1) 10 月の上海・香港相互株式投資制度の始動

2014 年 4 月 10 日、中国の国務院（内閣）・李克強総理は、資本市場の対外開放の一環として、上海・香港相互株式投資制度を公表し、向こう 6 ヶ月間の準備期間をかけ導入するとした¹⁷。同制度は、「滬港通」（Hugangtong、フーガントン）と呼ばれ、上海証券取引所が中国本土サイドの投資家による香港株の売買を、香港聯合取引所がグローバルを含む香港サイドの投資家による上海株の売買を、双方の決済会社を使って仲介する仕組みで

¹⁵ 関根栄一「中国政府による資本市場育成に向けた新 9 条意見の公布」『季刊中国資本市場研究』2014 年夏号。

¹⁶ <http://www.stcn.com/2014/0703/11533903.shtml>

¹⁷ 関根栄一「双方向での人民元建て証券投資を促進する上海・香港相互投資制度」『季刊中国資本市場研究』2014 年夏号。

ある。

新制度のテスト段階では、投資対象はブルーチップに限定され、また全体と一日当たりの投資枠が設定されるものの、国泰君安証券や申銀万国証券のように香港子会社を有する中国証券会社にとっての新たな商機となっている。

2) 株式発行登録制度改革

新9条意見では、株式発行登録制度改革の導入を盛り込んでいる。同改革には、最終的には「証券法」（2005年10月27日改正、同日公布、2006年1月1日施行、日本の金融商品取引法に相当）の改正が必要となるが、証監会としては2014年内に改革案を完成させるとしている。証券各社ともに、改革案に即した経営体制の見直しも進められよう。

3) 上場廃止制度の改善

上場廃止制度の改善は、上場会社の質を維持する上で重要である。また、中国特有の「裏口上場」（中国語で「借殼」）、すなわち未上場会社が上場廃止直前の上場会社に資産を注入し、上場会社の看板を未上場会社の看板に変えることにより上場を実現する方法も規律付ける必要がある。これは、上場審査に時間がかかりすぎることも一因となっており、前述の株式発行登録制度改革と表裏一体の関係にある。

2014年7月4日、証監会は、「上場会社の上場廃止制度における改革・改善及び厳格な実施に関する意見」のパブリックコメントを募集している。また、同日、上海、深圳証券取引所は、上場廃止制度改革に対応する為の上場規則修正案のパブリックコメントをそれぞれ募集している。上場廃止制度の改善は、株式発行登録制度改革に先立って実施されることとなろう。

4) 優先株の発行解禁

2013年11月30日、国務院は「優先株の試行の展開に関する指導意見」を公布した。優先株の発行により、発行会社の支配権には影響を及ぼさない形で資本金を補充し、資本構成を改善することができ、企業の資本政策に大きく貢献することが目的の一つとなっている。

その後、2014年3月21日、証監会は「優先株テスト管理弁法」を公布し、即日施行した。同管理弁法により、①「上海50指数」の構成銘柄の上場会社、②その他上場会社の吸収合併の支払い手段としての発行、③登録資本金減少の為の普通株買戻し手段としての発行の三類型による優先株の発行が認められた。今後、バーゼルⅢに対応するための商業銀行による優先株の発行も見込まれている。

5) 2014年内の国内IPO100社実現

新9条意見に関し、2014年5月19日に証監会内で開催された業務実施会議で、肖鋼主

席は、同年6月末から同年末にかけて国内IPOを約100社実現するとしている（1ヵ月当たり16～17社のIPOの計算）。

2013年は国内でのIPOが全て停止され、投資銀行業務の収益上、証券各社ともに苦しかったはずである。この為、IPOの再開に向け、各社ともに全社を挙げて引受審査・認可の取得に向けて動いているものと思われる。但し、2014年6月27日付の証監会の記者会見では、IPO申請資料の不備（財務諸表の有効期限の失効）も指摘されており、予断は許さない。

6) 全国中小企業株式譲渡システム（新三板）でのマーケットメイク業務の開始

新たな店頭市場である全国中小企業株式譲渡システムは、メインボードの「主板」、新興市場の「創業板」との関係から「新三板」と呼ばれるが、同システムでは2014年8月1日からマーケットメイク業務が開始されている。同業務の開始に先立って、同年6月20日、国泰君安証券を含む証券4社が、マーケットメーカー資格を取得した。2013年12月14日、国務院は「全国中小企業株式譲渡システムについての問題に関する決定」を発表し、その後、2014年6月27日、証監会は「非上場公衆会社買収管理弁法」の修正版と関連重要資産の再編管理弁法を公布している。関連法令も整備され、マーケットメイク業務も始まることで、今後の新三板の活性化が期待される。

7) 先物業界の活性化

中国証券業協会主催による証券会社の創新・発展を議論するための会議が2012年以降3年連続開催されているが、先物会社の創新・発展を議論するための会議の準備も行われているようである。上海の自由貿易試験区では、原油先物の上場に向けた準備も行われている。

証券会社再編で先行した国泰君安証券も、商品先物・金融先物のブローカレッジ業務、先物運用の投資顧問・資産管理を行う先物子会社（国泰君安期貨有限公司）を有しており、2013年は株価指数先物取引金額で業界第3位、国債先物取引金額で業界第1位となっている。同社はまた、上海の自由貿易試験区に、中国の証券会社としては初めて支店を開設している。先物業界の創新・発展に向けた環境整備が行われる中で、証券各社の今後の取組みが注目される。

8) インターネット証券業務の試行

インターネットショッピングの消費者に支払・決済手段を提供しているアリババが2013年6月から始めたMMF（Money Market Fund）による余資運用サービスは、「インターネット金融」として中国の金融業界全体の関心を集めている。証券業界も例外ではない。但し、同運用サービスは、法の隙間をかいくぐったものとも言えるため、金融当局は業界の健全な育成に向けた法令と管理監督制度の整備を急いでいる。

うち、証券業界については、証監会は、「インターネット証券監督管理弁法」と「クラ

ウドファンディングによる資金調達管理暫行弁法」の制定作業を2014年の業務計画に組み込んでいる。また、インターネット証券の自主規制についても、2014年内にパブリックコメントと調査研究を終えることが目標となっている。一方、2014年4月8日には、国泰君安証券を含む証券5社が中国証券業協会からインターネット証券業務のテスト資格を取得し、同資格取得の第一陣となった¹⁸。今後のインターネット証券業務のテスト展開は、証券業界の関連法令や自主規制の制定の参考材料になるものと予想される。

9) 私募ファンドの関連法令の制定・公布

現在、証監会は、「私募投資基金管理暫行条例」と「私募投資基金監督管理暫行弁法」の制定に向けた作業を進めている。うち、後者の暫行弁法については、2014年7月11日、パブリックコメントを募集し、同年8月21日に公布された。証監会は、一連の法令の中で、私募ファンドを、①私募証券投資基金、②私募エクイティ投資基金、③ベンチャー投資基金の三つの類型に分け、ファンド間の相互投資を容認する方針である。また、私募ファンドによる公募証券投資基金管理業務も容認する方針である。

再編各社のうち、国泰君安証券は、子会社（国泰君安創新投資管理有限公司）を通じて、私募エクイティ投資に参入している。また、2014年5月29日付証券時報によれば、国泰君安は、証券投資基金のカストディ資格を取得し、私募ファンド向けに「主要ブローカレッジ総合金融サービス」の提供を開始するとしている。なお、2014年6月17日付中国証券報によれば、公募投信の証券会社のカストディアンで第一号は海通証券で、国聯安基金管理有限公司傘下に新設された証券投資基金のカストディアンとなったことが明らかにされた。公募であれ私募であれ、カストディ業務は、証券各社が狙う新しいビジネスとして注目を集めている。

10) 証券口座管理制度の改革

証券取引所の清算決済機関である中国証券登記決済有限公司（CSDC）の周明会長は、2014年5月29日、同年10月から証券総合口座プラットフォームが始動することを明らかにした¹⁹。これまで投資家が商品別に開設した複数の証券口座が統合され、一つの総合口座バーコードが与えられ管理される。これによって、口座開設費用も大幅に値下がりすることが見込まれている。

従来、中国では、証券取引所で取引を行う場合、投資家はまずCSDCに証券口座を開設しなければならない。証券口座は、対象とする取引所によって、上海証券口座と深圳証券口座があり、更に取引する証券の種類によって、①主にA株用として利用される人民元普通株式口座、②B株（外貨建て株式）用の人民元特殊株式口座、③主に投資信託用として利用される証券投資基金口座に分けられる。投資家は、以前は複数の口座を開設すること

¹⁸ <http://www.gtja.com/portal/content/1837.jhtml>

¹⁹ <http://www.chinaclear.cn/zdjs/xgsdt/201405/84f4404c1bdb4dbeb8398f28a2bd63bc.shtml>

が可能であったが、2004年10月からは、個人投資家を対象に、原則として一つの口座しか開設できないこととなった。

また、CSDCへの個人投資家の口座開設は、通常、証券会社が代理で行う。売買に利用できる証券会社については、上海証券取引所の上場証券については、1998年4月から指定取引制度が導入され、必ず一つの証券会社の営業店をすべての売買、決済に利用する代理人として指定しなければならなくなった。深圳証券取引所についてはかかる制限はないが、上海の上場証券の取引に準じた運用がなされている。

2014年10月から始動する証券口座管理制度改革では、これまでの「一人一口座」という制限が段階的に解消され、一つの総合口座バーコードの下で、複数の証券会社を代理人として利用することも可能になることから、証券会社間のサービス競争が激しくなると見られている。インターネット証券業務の文脈でのサービス競争には、①口座、②取引プラットフォーム、③商品の三大サービスを同時に提供する総合証券会社のパターンと、売買や信用取引の手数料を引き下げて投資家に遡及する中小証券会社のパターンに分化していくとの見方もある（2014年7月4日付証券時報）²⁰。

加えて、証券会社のサービスには、消費関連の資金決済サービスも含まれる。同決済サービスを行うためには、証券会社が中央銀行（中国人民銀行）の決済システムに直接加入するか、第三者支払機関と提携することが必要である。実は前者の中央銀行の決済システムに最初に加入したのは国泰君安証券であり（2013年8月16日）、預かり資産を活かした総合金融サービスの提供に乗り出す可能性がある²¹。

2. 今後上場を目指す証券会社も

中国では証券会社が新規業務への進出や業務の拡大を行うためには、純資本を充実させて、証監会からの認可を取得しなければならない。冒頭で触れた通り、国泰君安証券が上場を目指すのも、上記のような規制・競争環境の変化に対応するためにある。今後、更に上場を目指す証券会社が現れていく可能性もある。

IV. 今後の展望

1. 地方国有企業改革の文脈

国泰君安証券と上海証券の合併の背景には、上海市政府傘下の国有企業改革もある。2013年11月の中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議（第18期3中全会）で決定した改革プラン²²には、混合所有制経済の積極的な発展が掲げられ、国有企業の再編の政策的根拠となっている。現在、中央レベルで国有企業改革の指針を検討している一方、地方政府

²⁰ http://epaper.stcn.com/paper/zqsb/html/epaper/index/content_590181.htm

²¹ http://www.cnstock.com/v_fortune/sft_qszg/tqg_hydt/201308/2701970.htm

²² 関根栄一「証券市場から見た中国新政権の第18期3中全会」『季刊中国資本市場研究』2014年冬号。

が管理する国有企業（地方国有企業）の改革についても、地方政府毎に検討が進められている。

地方国有企業改革のうち、最も先頭に立っているのが上海市である。第18期3中全会直後の2013年12月18日、上海市政府は「上海国有資本改革を深化させ企業の発展を更に促進させるための意見」を公表し、20条から成る指針を示した²³。続いて、2014年7月7日、上海市政府は、「上海市国有企業の混合所有制経済への積極的発展の推進に関する若干の意見（試行）」を公布し²⁴、①国有企業の株式会社化、②開放と市場化を組み合わせたリストラの加速、③ストック・オプション及び従業員持株会の三つのルートで公開会社（中国語では「公衆会社」）の発展を支援する方針を打ち出した。

上海市国有企業改革のうち、金融分野では前述の上海国際集団（Shanghai International Group、英文略称 SIG）が鍵を握っている。SIG は、上海国際信託投資公司を母体に2000年4月に設立された上海市政府系の企業集団で、上海市政府からの授権を経て、金融機関を中心に投資を行っている。SIG 傘下の金融機関には、銀行、信託会社、証券会社、投信会社、保険会社などがある。2014年3月18日付中国証券報によれば、今後、SIG は、傘下の金融機関の再編に関するプラットフォームになると言われている。

上海市以外では、山東省や広東省など他の地方でも地方国有企業改革が進められており、証券会社を含む地方金融機関の再編も俎上に上ってくる可能性がある。

2. 中央匯金が関わる再編の行方

中国証券会社の再編では、中央匯金が株主となっている以下の2社も注目を集めている。

一つ目は、中国光大（集団）総会社の再編である。2014年8月2日付金融時報によれば²⁵、国務院の承認を受けた再編案は、①同公司を現在の国有独資会社から株式会社に再編すること、②再編後の名称を「中国光大集団株式会社」とすること、③再編に当たっては財政部と中央匯金が発起設立すること、が骨子となっている。光大集団は、中国の改革開放初期の窓口企業として1983年に設立され、1990年代からは金融分野でも業務を展開してきた。現在は、集団の傘下に銀行、証券、保険、資産管理、信託、ファンド、金融リース等の事業を有しており、2013年末時点のグループの管理資産は計2.54兆元となっている。うち、傘下の光大証券は、2009年に上海証券取引所に上場しており、総公司等グループ企業が3分の2以上の株式を保有している。また、中央匯金は、中国光大銀行（株式会社）と中国光大実業（集団）有限責任会社の株主でもある。光大集団の再編は、2003年から検討作業が進められており、11年越しで再編に向けた懸案が解決する見通しである。

二つ目は、中国国内の投資銀行業務最大手の中国国際金融（CICC）の香港上場計画である。CICC は、1995年4月にモルガン・スタンレーと中国建設銀行の合弁証券会社として

²³ <http://www.shanghai.gov.cn/shanghai/node2314/node2315/node4411/u21ai824191.html>

²⁴ <http://www.shanghai.gov.cn/shanghai/node2314/node2315/node4411/u21ai897705.html>

²⁵ http://www.ebchina.com/ebchina/htmlDocument/2014-08-04/detail_3785.shtml

スタートしたが、その後、2010年12月にモルガン・スタンレーは持分を売却し（＝撤退し）、代わりに米国のTPG及びKKRのプライベート・エクイティ・ファンドと、シンガポールのGreat Eastern LifeとGIC（シンガポール政府投資公社）の計4社が資本参画し、再編された。2013年末時点で、中央匯金は43.35%を保有する単独筆頭株主で、他にGICが16.35%、TPGが10.3%、KKRが10%、Great Eastern Lifeが5%を保有する構成となっている。CICCの香港上場計画を取り上げたのは2014年7月14日付WSJ²⁶であるが、その後、中国本土の21世紀經濟導報²⁷は、香港上場の計画にタイムスケジュールは無いとしたCICCサイドのコメントを掲載している。

こうした中央匯金が関わる再編は、中央レベルの国有企業改革とも連動したものと言え、引続き中国証券会社の再編に向けた動きが注目される。

²⁶ <http://jp.wsj.com/news/articles/SB10001424052702303484504580028661271299110>

²⁷ <http://money.21cbh.com/2014/7-14/2NMDA0MDZfMTIzMTI2Ng.html>