中国証券大手の国泰君安証券及び海通証券の合併のインパクト
－大型投資銀行の誕生と業界再編の背景－

関根　栄一、宋　良也

▌要　約▐

1. 中国証券業界大手の国泰君安証券と海通証券は2024年9月5日に、両社の合併を含む大型の資本再編を計画していると発表した（以下、合併案）。合併案が実現すれば、総資産ベースで「空母型」と称される中国本土で最大手の証券会社が誕生することとなる。
2. 両社の合併は、国泰君安証券が存続会社となる株式交換方式で進められる予定である。合併後の新会社は、総資産・純資産では業界トップとなるが、営業収益・純利益は中信証券に次ぐ第2位となる見通しである。新会社は、ウェルスマネジメント業務に関し国内では強者連合となり、合併によって規模の優位性を働かせる余地が生まれる。
3. 今回の合併案が出てきた背景には、2023年から始まった当局による証券業界再編の後押しがある。中国政府は、自国の金融大国化を資本市場でも進めていくという目標を設定し、国際的な競争力を持つ一流の投資銀行を創出する方針を採っており、業界トップレベルの証券会社の合併を通じて、かかる目標・方針を実現しようとしている。
4. これまでの中国証券業界再編の経過を見ると、当局の規制や政策の変動に伴う対応や、行政主導の下で行われてきたケースが多い。一方、今回の合併案の背景には、上海市の国際金融センター化への寄与や、国際業務で経営不振に陥った海通証券の救済という要素もある。
5. 今後、両社の合併に際し、①傘下の資産管理会社の取り扱い、②人員リストラ及び重複する支店の統合、③国際業務のシナジー発揮、等の課題が想定される。そのため、合併によっていかに規模の経済を発揮するのか、同時にいかに不要なコストの削減及び横並びでの均質なサービス提供を回避できるのかがポイントとなろう。他の業界再編の動きも今後注目される。

野村資本市場研究所　関連論文等

・関根栄一「本格化し始めた中国証券会社の再編と今後の展望」『野村資本市場クォータリー』2014年秋号（ウェブサイト版）。
・関根栄一「中国資本市場の『質』を重視した改革指針の公表―10年ぶり3回目となる国務院9条意見の概要―」『野村資本市場クォータリー』2024年夏号。
・宋良也「本格化する中国証券会社のウェルスマネジメントへの転換」『野村資本市場クォータリー』2019年夏号。

Ⅰ 総資産ベースで業界最大手証券会社の誕生

2024年9月5日、中国証券業界大手で、同じく上海市に本部を置く国泰君安証券と海通証券は、両社の合併を含む大型の資本再編を計画していると発表した（以下、合併案）。合併案が実現すれば、総資産ベースで中国本土最大手の証券会社が誕生することとなる。このため、中国本土の市場関係者は、合併案について「新たな空母型証券会社が誕生する」と表現し、その帰趨に注目している[1]。

本稿では、合併案の概要を整理し、合併後の新証券会社の中国本土証券業界での位置づけの変化を見ていく。また、合併案は当局主導で進められていると見られる中、その背景や、これまでの証券業界の再編事例及びその特徴について分析する。最後に、合併案による中国本土の証券業界及び資産運用業界への影響について見ていく。

Ⅱ 国泰君安証券と海通証券の合併案の概要

本章では、国泰君安証券と海通証券の公式発表に基づき、合併案の概要について紹介する。同時に、合併における株式交換方式の詳細や、合併後の新証券会社（以下、名称は決まっていないため新会社と仮称）の証券業界での位置づけの変化を見ていく。

１．両社の公式発表に基づく合併案の内容

１）株式交換方式による再編

両社の9月5日のプレスリリースによれば、国泰君安証券と海通証券の合併は、株式交換方式で進められる予定である。また、両社は国慶節明けの10月9日に、合併案に関するより詳細な情報をあらためて発表し、11月21日に合併案に関する報告書を正式に発表した。その後、12月13日に国泰君安証券及び海通証券の株主総会で合併案が審議・承認され、12月16日に証監会に対し合併案に関する申請書類を提出した[2]。国泰君安証券と海通証券は、それぞれ上海証券取引所でA株（人民元建て株式）を、香港証券取引所でH株（中国本土企業の香港上場株式）を上場しているが、合併案発表後の9月6日より10月9日まで両社の株式はA株・H株ともに売買停止となり、10月10日より売買が再開されている。

合併案における株式交換方式では、第一に、国泰君安証券が海通証券のA株株主向けに自社のA株の株式を発行し、H株株主向けに自社のH株の株式を発行する。第二

1 「空母型証券会社」という概念は、中国証券監督管理委員会（証監会）が2019年末に第13回政治協商会議全国委員会第2次会議の政治協商代表からの提案への回答の中で初めて言及された。「空母型」の明確な基準はないものの、一般的には中国本土の証券業界における総資産、純資産、純利益のランキングがいずれも上位の証券会社を指す（証監会ウェブサイト「関于政協十三届全国委員会第二次会議第 3353 号（財税金融類 280 号）提案答復的函」を参照）。

2 具体的な申請事項として、①国泰君安証券の「証券会社合併認可申請」、②海通証券の「証券会社業務停止、解散、破産認可申請」、③海富通基金の株主変更申請、④海通先物会社の株主変更申請、がある。

に、海通証券のA株・H株の株式は発行登録取り消しとなり、海通証券も両市場にて上場廃止となる。また、国泰君安証券は上記株式交換に必要な資金を調達すべく、自社の筆頭株主である上海国有資産経営有限公司（株主構成は後述）向けにA株を発行し、100 億元の資金を調達する計画である。調達した資金は、反対株主が株式の買取請求権及び現金選択権を行使した場合に、反対株主の株式を買い取るために使用される予定である（後述）。

その後、合併案が実施された場合、その実施日より、新会社は海通証券の全資産・負債、業務、人員、契約及びその他権利・義務関係を継承し、国泰君安証券が存続会社として新会社へ登記変更手続きを行い、海通証券の法人登録は取り消される。

２）株式交換価格等の内容

10月9日に公表された合併の詳細案は、株式交換方式の下での交換価格等の内容を開示している（図表1）。まず、国泰君安証券のA株の交換価格は13.83元（9月5日終値は14.70元）、海通証券のA株の交換価格は8.57元（9月5日終値は8.77元）。すなわち、1株の海通証券A株を、国泰君安証券A株の0.62株に交換するよう設定されている[3]。上記交換価格は、同価格決定の基準日前の 60 取引日間の平均価格に基づくものである。

次に、反対株主[4]の利益を保護するための施策として、国泰君安証券の反対株主が

図表 1　公開された株価の関連情報

株式交換関連株価情報					
	国泰君安A株	海通A株		国泰君安H株	海通H株
株式交換価格	13.83元	8.57元		7.73香港ドル	4.79香港ドル
買取請求権・現金選択権の価格	14.86元	9.28元		8.54香港ドル	4.16香港ドル

時価関連情報					
	国泰君安A株	海通A株		国泰君安H株	海通H株
9月5日終値	14.7元	8.77元		7.91香港ドル	3.63香港ドル
時価総額	1,104億元	847億元		110億香港ドル	124億香港ドル
10月10日終値	16.17元	9.65元		12.26香港ドル	7.09香港ドル
時価総額	1,215億元	932億元		171億香港ドル	242億香港ドル
9月5日～10月10日の株価変動率	10%	10%		55%	95%

上海国有資産経営有限公司向けの国泰君安証券株式（A株）発行について	
発行価格	15.97元
発行株式数	6.26億株
発行金額	100億元

（注）　国泰君安証券のA株と海通証券のA株の株価変動率は、売買再開初日（10月10日）に10%のストップ高となった。

（出所）国泰君安証券と海通証券のプレスリリースより野村資本市場研究所作成

[3] H株では、国泰君安証券の交換価格は7.73香港ドル（9月5日終値は7.91香港ドル）、海通証券の交換価格は4.79香港ドル（9月5日終値は3.63香港ドル）。交換比率は同じく、1株の海通証券株式は0.62株の国泰君安証券H株に交換可能である。

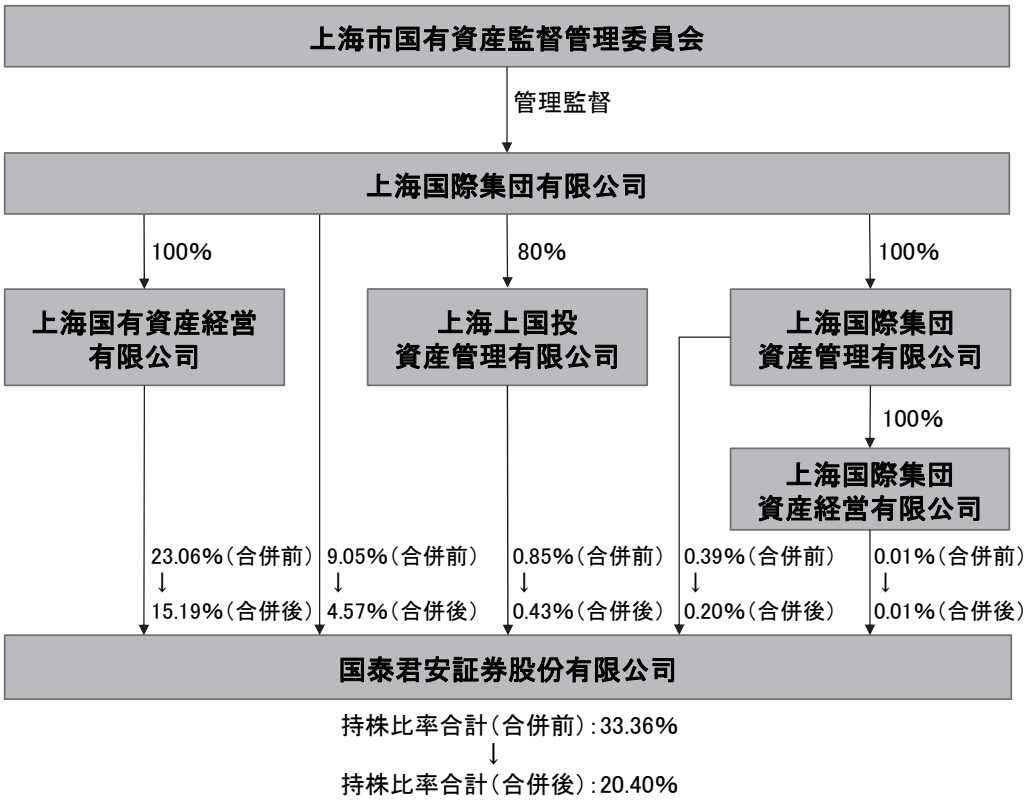
[4] 反対株主とは、株式交換に反対した株主及び議決権を行使していない株主を指す。

国泰君安証券株式の買取請求権を行使した場合の価格について、A株は14.86元（9月5日終値より 1%増）、H 株は 8.54 香港ドル（同 8%増）に設定されている。海通証券の反対株主に対する海通証券株式の現金選択権[5]の価格では、A株は9.28元（同6%増）、H 株は 4.16 香港ドル（同 15%増）となっている。上記買取請求権を行使した場合の価格及び現金選択権を行使した場合の価格は、価格決定の基準日前の 60 取引日間の最高価格に基づくものである。

更に、大株主の上海国有資産経営有限公司向けに発行するA株の発行価格は15.97元で、発行株式数は 6.26 億株となる。このプライシングの根拠として、価格決定の基準日前の20取引日間の平均価格の80%、または価格決定の基準日までの直近一年間の普通株の株主の1株当たり純資産、の高い方を発行価格にしていることが挙げられる。

なお、両社の株主の状況について見ると、第一に、国泰君安証券の筆頭株主は前述の上海国有資産経営有限公司（合併前の持株比率は 23.06%）であるが、その親会社である上海国際集団有限公司（上海市国有資産監督管理委員会が 100%保有）は、その他の子会社を通じて間接的に国泰君安証券の株式[6]を合計 33.36%保有しており、実質的な支配者となっている（図表 2）。合併により、上海国際集団有限公司による新

図表 2　国泰君安証券（合併後の存続会社を含む）の筆頭株主



（出所）国泰君安証券と海通証券のプレスリリースより野村資本市場研究所作成

5　「現金選択権」とは、海通証券の反対株主が、自分が保有する海通証券株式を国泰君安証券株式と交換することを拒否し、海通証券株式を現金化することを選択する権利を指す。

6　A株及びH株を含む。そのうち、H株は香港中央結算（代理人）有限公司が代理で保有する。

会社の持株比率は最低 20.40%まで減少する見通しである[7]。第二に、海通証券は支配株主及び実質的な支配者がなく、筆頭株主は上海国盛（集団）有限公司（上海市国有資産監督管理委員会が 100%保有）で、持株比率はその子会社である上海国盛集団資産有限公司と合わせて 10.38%となる。すなわち、国泰君安証券と海通証券は最終的には同じく上海市国有資産監督管理委員会の管理監督下にある国有資本の証券会社となっている。

2．想定される新会社の証券業界における位置づけ

1）総資産・純資産ベースで業界トップとなる新会社

国泰君安証券と海通証券の 2023 年末時点の総資産を見ると、国泰君安証券は中国本土証券会社ランキングで第 2 位（9,254 億元）、海通証券は第 4 位（7,546 億元）となっている。合併後の新会社の総資産は、上記を単純に合計すると約 1 兆 6,800 億元となり、現在、業界トップの中信証券（1 兆 4,534 億元）を追い抜き第 1 位となる。また、純資産も同様に第 1 位となる（図表 3）。

図表 3　再編前・再編後の証券会社の各種指標のランキング

再編前（2023年末及び同年時点）

順位	証券会社名	総資産（億元）
1	中信証券	14,534
2	国泰君安証券	9,254
3	華泰証券	9,055
4	海通証券	7,546
5	招商証券	6,959
6	広発証券	6,822
7	中国銀河証券	6,632
8	CICC	6,243
9	申万宏源証券	5,965
10	中信建投証券	5,228

順位	証券会社名	純資産（億元）
1	中信証券	2,208
2	華泰証券	1,551
3	海通証券	1,533
4	国泰君安証券	1,458
5	中国銀河証券	1,266
6	広発証券	1,202
7	招商証券	1,100
8	国信証券	1,076
9	中信建投証券	919
10	CICC	781

順位	証券会社名	営業収益（億元）
1	中信証券	601
2	華泰証券	366
3	国泰君安証券	361
4	中国銀河証券	336
5	広発証券	233
6	中信建投証券	232
7	CICC	230
8	海通証券	230
9	招商証券	198
10	申万宏源証券	191

順位	証券会社名	純利益（億元）
1	中信証券	205
2	華泰証券	130
3	国泰君安証券	99
4	招商証券	88
5	中国銀河証券	79
6	広発証券	79
7	中信建投証券	70
8	国信証券	64
9	CICC	62
10	申万宏源証券	55
118	海通証券	−3

再編後（2023年末時点及び同年時点のデータを合計）

順位	証券会社名	総資産（億元）
1	新会社	16,800
2	中信証券	14,534
3	華泰証券	9,055
4	招商証券	6,959
5	広発証券	6,822
6	中国銀河証券	6,632
7	CICC	6,243
8	申万宏源証券	5,965
9	中信建投証券	5,228
10	国信証券	4,630

順位	証券会社名	純資産（億元）
1	新会社	2,991
2	中信証券	2,208
3	華泰証券	1,551
4	中国銀河証券	1,266
5	広発証券	1,202
6	招商証券	1,100
7	国信証券	1,076
8	中信建投証券	919
9	CICC	781
10	東方証券	722

順位	証券会社名	営業収益（億元）
1	中信証券	601
2	新会社	591
3	華泰証券	366
4	中国銀河証券	336
5	広発証券	233
6	中信建投証券	232
7	CICC	230
8	招商証券	198
9	申万宏源証券	191
10	浙商証券	176

順位	証券会社名	純利益（億元）
1	中信証券	205
2	華泰証券	130
3	新会社	96
4	招商証券	88
5	中国銀河証券	79
6	広発証券	79
7	中信建投証券	70
8	国信証券	64
9	CICC	62
10	申万宏源証券	55

（参考）

会社名	総資産（億米ドル）
ゴールドマン・サックス	16,416
モルガン・スタンレー	11,937
野村HD	3,640
新会社	2,355

会社名	純資産（億米ドル）
ゴールドマン・サックス	1,173
モルガン・スタンレー	1,000
野村HD	228
新会社	419

会社名	営業収益（億米ドル）
ゴールドマン・サックス	452
モルガン・スタンレー	536
野村HD	103
新会社	83

会社名	純利益（億米ドル）
ゴールドマン・サックス	85
モルガン・スタンレー	91
野村HD	11
新会社	13

（注）　野村ホールディングス（野村 HD）のデータは 2024 年 3 月末時点、その他は 2023 年 12 月末時点。
（出所）証監会及び各社プレスリリースより野村資本市場研究所作成

[7] 全ての海通証券の株主が株式交換を受け入れた場合で計算。

一方で、営業収益を単純に合計すると、新会社は 591 億元で、中信証券（601 億元）に次ぐ第 2 位となり、純利益の単純合計では中信証券（205 億元）と華泰証券（130 億元）に次ぐ第 3 位（96 億元）となる。

２）海通証券救済の意味合い

合併案には、経営不振に陥っている海通証券を救済する意味合いも読み取れる。海通証券の営業収益は、2011～2021 年では常に業界第 2 位（91～432 億元）であったが、2022 年では業界第 7 位（259 億元）、2023 年では第 8 位（230 億元）に落ちている。純利益のランキングも 2011～2021 年では業界第 2 位または第 3 位（最高で 168 億元）であったが、2022 年では第 11 位（52 億元）、2023 年では第 118 位（マイナス 3 億元）と大幅に順位を落としている。業績が悪化した主な要因は、海通証券の香港市場での国際業務[8]を担う海通国際証券集団有限公司（海通国際）にあり、同社の 2020 年の営業収益は 83 億香港ドルと過去最高に達した後、2022 年は純利益がマイナス 65 億香港ドル、2023 年は同マイナス 82 億香港ドルと損失が拡大した。そのため、海通国際は 2024 年 1 月に香港証券取引所で上場廃止となった。合併案において国泰君安証券が存続主体となり海通証券を吸収したのは、こうした背景があったためと考えられる。

３）新会社の収益構造の予想

国泰君安証券と海通証券の公式発表では、業務別の営業収益の内訳も出ている（図表 4）。第一に、ウェルスマネジメント業務が営業収益全体に占める割合では、国泰君安証券と海通証券は同じく 3 割前後となっており、同業務の収益金額もほぼ同格と言える。

第二に、国泰君安証券の機関投資家向けのブローカレッジ及びトレーディング業務は直近 3 年の営業収益の 4 割超を常に占めている。それに対し、海通証券は 2022 年から海通国際のトレーディング業務で大きく赤字を計上しており、海通証券の機関投資家及びトレーディング業務の足を引っ張った[9]。これらを踏まえて、同業務においては国泰君安証券が優位にあると言えよう。

第三に、海通証券は、株式の IPO と債券発行を含む投資銀行業務や、子会社である海通恆信[10]が担当するファイナンスリース業務からの収益が営業収益全体に占める割合が高く、収益性においても国泰君安証券と遜色ないと言えよう。

上記を踏まえて、合併後の両社の業務構造には、相互の強み・弱みとなる業務に一定程度の補完性が見られる。また、双方がともに注力しているウェルスマネジメント

---

8 海通証券の国際業務は、香港子会社の海通国際証券集団公司が、海外の投資家・発行体向けにフルカバーの証券業務を提供することで行われてきた。具体的には、ウェルスマネジメント、コーポレート・ファイナンス、資産管理、グローバル・マーケット及びインベストメント等である。

9 具体的には、①株式・債券市場での自己勘定取引による損失、②海通国際の上場廃止に伴う TOB の損失が含まれている。

10 海通恆信は、海通国際が 2014 年に米国の私募基金会社の TPG 傘下の日新リースを買収したもの。

図表 4　国泰君安証券・海通証券の収益構造の内訳

業務別営業収益（国泰君安証券）								
業務	2021年（億元）	割合	2022年（億元）	割合	2023年（億元）	割合	2024年（億元）	割合
ウェルスマネジメント	137.2	32.0%	113.5	32.0%	97.6	27.0%	47.0	27.5%
機関投資家＆トレーディング業務	202.6	47.3%	155.7	43.9%	149.3	41.3%	71.5	41.9%
投資管理業務	21.6	5.1%	23.9	6.7%	47.5	13.1%	21.3	12.5%
投資銀行	36.2	8.5%	40.7	11.5%	35.2	9.7%	10.6	6.2%
国際業務	25.8	6.0%	14.0	3.9%	21.6	6.0%	14.0	8.2%
その他	4.9	1.1%	6.9	1.9%	10.3	2.8%	6.4	3.7%
合計	428.2	100.0%	354.7	100.0%	361.4	100.0%	170.7	100.0%

業務別営業収益（海通証券）								
業務	2021年（億元）	割合	2022年（億元）	割合	2023年（億元）	割合	2024年（億元）	割合
ウェルスマネジメント	109.7	25.4%	94.5	36.4%	83.2	36.2%	35.9	40.5%
機関投資家＆トレーディング業務	109.1	25.3%	−17.1	−6.6%	−29.2	−12.7%	0.3	0.4%
資産管理	46.3	10.7%	30.9	11.9%	26.5	11.5%	12.3	13.9%
投資銀行	56.6	13.1%	42.6	16.4%	36.3	15.8%	9.7	10.9%
ファイナンスリース	51.8	12.0%	50.9	19.6%	51.2	22.3%	22.8	25.8%
その他	58.6	13.6%	57.6	22.2%	61.6	26.8%	7.6	8.5%
合計	432.1	100.0%	259.5	100.0%	229.5	100.0%	88.7	100.0%

（注）　1. 2024 年は 1～6 月のデータ。
2. ウェルスマネジメント業務には、①リテール投資家向けブローカレッジと金融商品代理販売、②先物商品のブローカレッジ、③信用取引が含まれている。
3. 機関投資家及びトレーディング業務には、①機関投資家向けブローカレッジ、②マーケットメイクを含むトレーディングが含まれている。
4. 投資管理業務には、①資産管理業務、②ファンド管理業務が含まれている。
5. 海通証券の国際業務の収益には、海外における上記注 2～4 の業務が含まれている。

（出所）国泰君安証券、海通証券のプレスリリースより野村資本市場研究所作成

業務に関しては、国内ではいわば強者連合となるため、規模の優位性を働かせる余地が生まれると考えられる。

4）新会社の業務別のランキングの変化

収益の重要な構成部分である手数料・コミッションの内訳の業界ランキング（2023 年時点）を見ると、国泰君安証券はブローカレッジ業務において第 2 位（68 億元）、投資銀行業務において第 4 位（37 億元）、資産管理業務において第 4 位（41 億元）と、全て業界トップレベルとなっている。

一方で、海通証券は投資銀行業務では第 5 位（34 億元）、資産管理業務では第 7 位（19 億元）と、国泰君安証券との差は大きくないが、ブローカレッジ業務の手数料収入では国泰君安証券を大きく下回る第 13 位（38 億元）となっている（図表 5）[11]。ここからも、前述の国泰君安証券が機関投資家向けのブローカレッジ業務において海通証券よりも優位であることがわかる。合併後の新会社は、両社それぞれの強みをどこまで発揮できるのかが課題となろう。

[11] 2020 年までも、海通証券のブローカレッジ業務の手数料収益のランキングは業界で第 10 位程度であった。

図表 5　再編前・再編後の各業務手数料収益のランキング

再編前（2023年）

順位	証券会社名	手数料・コミッション収益（億元）
1	中信証券	272
2	国泰君安証券	151
3	華泰証券	146
4	広発証券	145
5	CICC	121
6	中信建投証券	121
7	海通証券	94
8	招商証券	83
9	申万宏源証券	70
10	東方証券	69

順位	証券会社名	ブローカレッジ業務手数料収益（億元）
1	中信証券	102
2	国泰君安証券	68
3	華泰証券	60
4	広発証券	58
5	中信建投証券	56
6	招商証券	55
7	中国銀河証券	55
8	東方財富証券	48
9	CICC	45
10	国信証券	44
13	海通証券	38

順位	証券会社名	投資銀行業務手数料収益（億元）
1	中信証券	63
2	中信建投証券	48
3	CICC	37
4	国泰君安証券	37
5	海通証券	34
6	華泰証券	30
7	民生証券	21
8	東方証券	15
9	国投証券	15
10	申万宏源証券	15

順位	証券会社名	資産管理業務手数料収益（億元）
1	中信証券	98
2	広発証券	77
3	華泰証券	43
4	国泰君安証券	41
5	東方証券	20
6	中泰証券	20
7	海通証券	19
8	財通証券	16
9	中信建投証券	13
10	CICC	12

再編後（2023年データを合計）

順位	証券会社名	手数料・コミッション収益（億元）
1	中信証券	272
2	新会社	244
3	華泰証券	146
4	広発証券	145
5	CICC	121
6	中信建投証券	121
7	招商証券	83
8	申万宏源証券	70
9	東方証券	69
10	中国銀河証券	66

順位	証券会社名	ブローカレッジ業務手数料収益（億元）
1	新会社	106
2	中信証券	102
3	華泰証券	60
4	広発証券	58
5	中信建投証券	56
6	招商証券	55
7	中国銀河証券	55
8	東方財富証券	48
9	CICC	45
10	国信証券	44

順位	証券会社名	投資銀行業務手数料収益（億元）
1	新会社	71
2	中信証券	63
3	中信建投証券	48
4	CICC	37
5	華泰証券	30
6	民生証券	21
7	東方証券	15
8	国投証券	15
9	申万宏源証券	15
10	国信証券	14

順位	証券会社名	資産管理業務手数料収益（億元）
1	中信証券	98
2	広発証券	77
3	新会社	60
4	華泰証券	43
5	東方証券	20
6	中泰証券	20
7	財通証券	16
8	中信建投証券	13
9	CICC	12
10	光大証券	10

（注）　手数料・コミッション収益は、ブローカレッジ業務・投資銀行業務・資産管理業務の手数料収益の合計。
（出所）Wind より野村資本市場研究所作成

Ⅲ　中国証券業界の再編に係る政策的背景

１．2023 年から再始動した当局による再編後押し

合併案の背景には、2023 年から始動した当局による中国証券業界再編への後押しがある。中国の株式市場は、時価総額や売買金額の規模からみて世界有数の規模となっているが、証券業界におけるトップ 10 の証券会社の資産規模及び営業収益は、世界レベルの大手投資銀行（ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレー等）との差が大きい（前掲図表 3 を参照）。また、中国国内における全証券会社 145 社をみると、そのほとんどは横並びでの均質なサービスを提供する業界構造となっており、収益源やその構成の多様化が進んでいないなどの課題が指摘されている[12]。

そうした中で、中国の金融分野の運営・改革に向けた中期方針を決める中国中央金融工作会議が 2023 年 10 月 30～31 日に開催された[13]。同会議では、中国の金融大国（中国語原文では「金融強国」）化を資本市場でも進めるという方向性が打ち出されており、そのための目標の１つとして「一流の投資銀行と機関投資家の育成を進める」方針を設定し、同

12　「券商同質化競争待破題」『経済日報』2021 年 11 月 9 日。
13　関根栄一「5 年ぶりに開催された中国・中央金融工作会議の概要と金融リスクの発生防止・解消に向けた動き」『野村資本市場クォータリー』2024 年春号。

目標を 2035 年までに達成するとした[14]。証監会としても、同目標の実現に向け、同年 11 月に、業界トップレベルの証券会社による再編を支援するための調査・研究を行うとメディアに表明した。

その後、国務院（内閣）は 2024 年 4 月に、中国資本市場の改革に向けた「資本市場の管理監督強化、リスク予防及び質の高い発展促進に関する若干の意見」（2024 年版 9 条意見）を 10 年ぶりに公布した。同意見第 5 条の「証券・基金管理会社への管理監督強化」でも、証監会として、業界トップクラスの会社が M&A・再編、組織革新等の方式を通じてコア競争力を高めることを支援するとしている。2024 年版 9 条意見の公表に先立って、証監会は同年 3 月 15 日に「一流の投資銀行・機関投資家の育成に向けた意見」を公表している。同意見の中では、「国際的な競争力を持つ一流の投資銀行を 2～3 社創出する」という数値目標も掲げられた[15]。今般の国泰君安証券と海通証券の合併案は、上記の政策が打ち出されてからの案件第 1 号と位置づけられるものである。

２．これまでの中国証券業界の再編の経緯と特徴

１）業態別管理を徹底するための再編（1993～1999 年）

社会主義市場経済体制を金融分野でも確立するために、中国では 1995 年の商業銀行法の公布・施行を機に、銀行・証券・保険の業態別管理体制の構築に向け、商業銀行による証券業務への参入が禁止され、銀証分離が進められた[16]。また、2001 年公布の信託法では、信託会社による証券業務への参入が禁止され、信託会社は自社の証券部門を証券会社に売却せざるを得なくなった。これらの規制を受け、一部の証券会社は、商業銀行及び信託会社傘下の証券業務を担う子会社や証券営業部（証券業務担当支店）の買収を通じて、業務規模を拡大し始めた。

代表的な事例として、広東発展銀行の証券業務が切り離されて設立された広発証券が挙げられる[17]。具体的な手順として、第一段階では、広発証券が広東発展銀行傘下の全ての証券業務担当支店を買収した。第二段階では、広発証券が、中信信託、中銀信託等の証券営業部を買収した。こうした買収を通じて、広発証券は営業範囲が特定地方に限定される証券会社から、全国で業務を展開するトップクラスの証券会社となった。

２）行政主導の下で行われた再編

（１）証券業界の流動性リスクへの対応（2004～2007 年）

その後、中国での証券業界の再編は、前述の規制要因から、行政主導の下で行われ

[14] 新華社ウェブサイト「中央金融工作会議在北京挙行」2023 年 10 月 31 日。
[15] 証監会「一流の投資銀行・機関投資家の育成に向けた意見」2024 年 3 月 15 日。
[16] 第 8 回全国人民代表大会常務委員会「中華人民共和国商業銀行法」1995 年 5 月 10 日。
[17] 広発証券が設立されたのは、前述の商業銀行法施行前の 1993 年であり、当局が推進しようとした業態別管理の試験運用のモデルとして位置づけられている。

てきた。第一に、2004～2006 年における証券業界の流動性危機への対応がある。当時、2003～2005 年の証券会社全体の純利益が赤字となっており、そのうち 84 社で計 1,648 億元の流動性不足があるとされた。こうした背景の下で、一部の証券会社は、経営不振のみならず、破産寸前とも言える深刻な状況となっていた[18]。かかる状況を受け、国務院弁公庁は証監会が作成した「証券会社総合整理案」を認可・公布し、「多様化した再編モデルを探索し、証券会社の流動性リスクを段階的に解消する」という方向性を明確にした[19]。

この方向性の下で、第一に、中央匯金投資有限責任公司（中央匯金投資）といった政府系投資会社[20]は、一部の深刻な流動性不足に直面する証券会社に資本注入を行って救済した。第二に、こうした経営不振に陥った証券会社は、その他の経営状態が良好な証券会社に買収される事例も発生した。

前者の資本注入の代表的な事例として、中央匯金投資と財政部が巨額の赤字を計上した中国銀河証券を救済すべく、共同出資で銀河金融持株会社を設立したことが挙げられる。後者の証券会社による買収では、2004 年 6 月に経営破綻状態に陥った華夏証券を救うべく、中信証券が政府系投資会社である建銀投資と共同で中信建投証券を設立し、同社に華夏証券の全業務及び資産を継承させた事例が挙げられる[21]。その結果、華夏証券は、中信建投証券として再生し、2023 年末時点で中国トップレベルの証券会社に成長してきている。

（２）リーマンショック後の再編（2008～2010 年）

もう一つの行政主導の下での証券会社の再編は、2008～2010 年に発生した。国務院は 2008 年 4 月に「証券会社監督管理条例」を公布し、同一の株主傘下の証券会社による関連取引や悪質な競争を避けるべく、「1 つの金融機関または実質的支配者による証券会社への出資は 2 社までが上限で、そのうち支配株主になれるのは 1 社のみ」と規定した。

こうした保有制限に対応するべく、傘下に多数の証券会社を保有する政府系投資会社は、傘下の証券会社を合併または売却する必要があった。代表的な事例として、中信証券が前述の中信建投証券の株式を売却したことや、傘下の証券子会社である中信金通証券と中信万通証券を中信証券に合併したことが挙げられる[22]。また、中央匯金投資有限責任公司傘下の申銀万国証券と宏源証券の合併も、こうした背景の下で行われた。

---

18 「券商総合治理落幕 数千億元風険敞口化険為夷」『第一財経日報』2007 年 9 月 3 日。

19 国務院弁公庁「証監会による証券会社総合整理案に関する通知」2005 年 7 月 29 日。

20 政府系投資会社とは、国有の金融機関へ投資する国有投資会社である。その代表として、外貨準備を原資に 2003 年に設立された中央匯金投資有限責任公司が挙げられる。

21 華夏証券の不良資産を受け継ぐため、中信証券と建銀投資は、建投中信資産管理公司を設立している。

22 中信金通証券は、中信証券が 2006 年に浙江省の地方証券会社である金通証券を買収した際に子会社化したもの。中信万通証券は、中信証券が 2004 年に山東省青島市の地方証券会社である万通証券を買収した際に子会社化したもの。

３）市場メカニズムに基づく再編の模索

行政主導の再編が中心に進められてきたとは言え、証券会社が、自社の経営判断として再編を行うケースも出てきている。すなわち、前述の経営難の証券会社を救済することや当局による規制強化への対応ではなく、自社の規模拡大や経営強化を目的とした再編の動きも増えてきている。

例えば、異なる地域での業務展開を図る事例として、2020 年に中信証券が広州証券を買収したケースが挙げられる。広州証券は広東省を中心に 136 の支店を持っており、中国の華南地域におけるブローカレッジ業務の市場シェアが高い。中信証券は同買収を通じて、広東省でのリテール業務のシェア拡大を目指している。

証券会社が再編を企図するもう一つの目的は、自社の弱みとなっている業務の強化である。代表的な事例として、中国国際金融（CICC）が 2014 年に中投証券を買収したケースが挙げられる。CICC の重点業務は超富裕層の個人投資家向けのウェルスマネジメント業務であり、1 人当たりの預かり資産は他社よりもはるかに大きいが、一般のマスリテール顧客が少ないことが特徴である。これに対し、CICC はリテール業務が強みである中投証券を買収することで、自社の弱点を補うことを目的としている。

Ⅳ 国泰君安証券と海通証券の合併に関する課題と展望

１．期待される上海市の国際金融センター化への寄与

今般の国泰君安証券と海通証券の合併案の政策的な背景には、国際的な競争力を有する一流の投資銀行を創出するという国の目的以外に、上海市政府が推進している国際金融センター建設に相応しいプレーヤーを創出するという狙いもある[23]。上海市で本社登録している国泰君安証券と海通証券の合併により、「空母型証券会社」が誕生することで、上海市の国際金融センター化を後押しすることが期待されている。合併後の新会社の名称確定も待たれている。

一方、新会社については、前述の「一流の投資銀行・機関投資家の育成に向けた意見」にも記載されている通り、一流の投資銀行として、①ガバナンス水準の向上、②コンプライアンス・リスク管理能力の強化、③フィンテックの活用、④人材の専門能力の向上も求められており、経営能力の強化も課題となろう。また、新会社が国際的な競争力を有するようになるためには、上海市が国際金融センターとして相応しい市場になるよう、クロスボーダー証券取引制度の緩和などの対外開放の環境整備も求められよう。

[23] 関根栄一「15 年ぶりに改正された『上海市国際金融センター建設推進条例』の概要と展望」『野村資本市場クォータリー』2024 年秋号。

２．合併後に想定される課題

１）傘下の公募基金管理会社の取り扱い

両社の合併プロセスが進められる中、いくつかの課題が注目されている。

まず、前述の証券会社の保有規制と同様に、証券会社が基金管理会社を保有する際にも、出資先は 2 社まで、そのうち支配株主になれるのは 1 社のみという制限がある。2024 年末時点では、国泰君安証券は華安基金の支配株主で、国聯安基金の株式を 49%獲得しようとしている[24]。海通証券は海富通基金（持株比率 51%）と富国基金（同 27.775%）を保有している。今後の合併プロセスにおいては、新会社はこれら 4 社の基金管理会社を傘下に置き、その後 2 社までに整理する必要がある[25]。持ち分の売却過程により、資産管理業界の再編も生じる可能性がある。また、買い手に国内資本だけではなく、外資も現れるか否かも注目される。

２）人員リストラの可能性

次に、合併後の重複店舗等での人員リストラの可能性も注目される。

2024 年 6 月末時点での両社の従業員数は単純合計で 2 万 8,000 人となっており、業界トップの中信証券よりも 2,000 人以上多くなっている[26]。また、全国でリテール業務を展開している両社にとって、支店の過剰な配置にも対応する必要があろう。2024 年末時点で、両社は単純合計で 66 社の分公司（地域統括会社）と 656 社の営業部（支店）を保有しており、中信証券の 45 の地域統括会社と 222 社の支店を大きく上回っている。その中で、本部が上海市にある国泰君安証券と海通証券は、上海市内での支店が重複していることが多い。実際に、上海市における国泰君安証券の 24 支店と海通証券の 32 支店の分布状況を見ると、同一の地域内に設置されているケースが散見される[27]。このため、合併後の新会社として、両社が同一地域内で重複して設けている支店の統合、社員の配置状況の見直し・削減や、予算の修正等を行う可能性も出てこよう。

３）国際業務のシナジー発揮

国泰君安証券と海通証券の香港市場を含む国際業務は、①適格外国機関投資家（QFII）や人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）向けのブローカレッジ業務、②適格国内機関投資家（QDII）のライセンスに基づいた海外株式市場でのブローカレッジ業務、③投資銀行業務（香港市場での株式 IPO 業務・債券の引受業務）、④資産管理業務等から構成されている。

---

[24] 証監会は 2023 年 10 月 11 日に、国聯安基金株式（49%）の株主変更申請（アリアンツから国泰君安証券へ）を受領した。2024 年末時点では、同申請は書類の修正段階に留まり、証監会による受理待ちの状態である。

[25] 証監会は 2024 年 12 月 23 日に、新会社による海富通基金株式（51%）と富国基金株式（27.775%）の株主変更申請（海通証券から新会社へ）を受理した。

[26] 「券商合併風雲涌動 打造航母還是拉郎配」『財新週刊』2024 年 9 月 16 日第 37 期。

[27] 中国証券業協会ウェブサイト「証券会社分支機構検索」のデータを参照。

海通証券の国際業務を行う海通国際については、既に香港での上場が廃止されている中で、合併後の新会社としては、10月9日の詳細な合併案の公表時に、合併を通じグローバルな事業展開を強化し、香港、シンガポール、ニューヨーク、ロンドン、東京[28]、ムンバイの証券市場をカバーすると説明している。新エネルギー車など中国企業の海外投資の展開や、香港市場を含む海外でのIPOが再開する中で、合併後、海外の顧客基盤が拡大すれば、グローバルな証券市場での影響力向上にもつながろう。一方、中国はセンシティブな顧客情報の越境移転を制限しており、かかる制限は、中国本土で業務展開する外資系証券会社と同様、中国本土内・本土外を通じて、新会社がグローバルに業務展開する上での共通の課題ともなろう。

３．現在進行中のその他の合併候補案件と今後の可能性

合併案以外にも、中国における証券業界の再編候補が出てきている。その中で、西部証券による国融証券の買収や、国信証券による万和証券の買収といった、中小証券会社の合併案件が既に確定している。中国の地方政府（地方の国有資産監督管理委員会）は、傘下の政府系投資会社を通じて複数の証券会社を保有していることが多いが、これらの案件は、同一地方政府の管理監督下にある異なる政府系投資会社傘下の証券会社の統合案件と位置づけられる。

また、業界で今後合併が取り沙汰されているケースとして、中央匯金投資傘下の中国銀河証券とCICCの合併や、中信証券と中信建投証券の合併などがある。これらは、中央政府の管理監督下にある同一の政府系投資会社傘下の証券会社同士の合併に係る観測である。

中国の証券業界全体の近年の営業収入を見ると、新型コロナウィルス流行期間中の2021年に5,024億元に達した後、2022年は3,950億元、経済再開後の2023年は4,059億元と、ピーク時よりも2割減少している。2024年も1～6月で2,033億元と、前年と同じペースが続いている。今後、収益基盤の強化に向けて、証券業界の再編案件が更に続くのであれば、合併に伴う規模拡大の効果を活かして、営業収入減の下でも収益性を高める取り組みがますます重要になっていこう。

具体的には、合併後の新会社が拡大したバランスシートをいかに活かし、中国国内では収益性の高いビジネスラインとなっている自己勘定トレーディング及び信用取引等を強化することで、より高い収益を獲得することが出来るのかがポイントとなろう。また、現地証券会社のレポートによれば[29]、①新会社が合併を通じて統合した双方のリソース（人員、顧客基盤、ITインフラ等）をいかに使い、不要なコストを削減できるのか、②横並びでの均質なサービスの提供も回避できるのか、③合併プロセスに伴うオペレーショナルリスクへの対応力をいかに強化するのかが、市場競争力を高めていくためのポイントと指摘されている。今後も、中国における証券業界の再編の動きが注目される。

[28] 海通証券は、東京にて海通国際株式会社という子会社を有しており、日本株の調査と親会社への販売支援を担当している。合併後の取り扱いについては、特に言及されていない。

[29] 開源証券「打造国際一流投行、看好市場化整合実現協同効応―国泰君安与海通証券吸収合併予案点評」2024年10月10日。