

昇竜の勢い続くか——中国の証券業者

小林 和子

はじめに

好調な中国市場で、「券商概念」株、「参股券商」概念の熱狂が見られる。非流通株の解消と証券会社総合規制の進展により、証券会社は連続四年の欠損局面が○六年に好転し、黒字化が実現した。市場の好調に大いに助けられたといえる。その証券会社の株式を保有する上場会社の株を「券商概念」株と呼び、もてはやすのである。

中でも証券会社の支配株主となっている上場会

社の場合には証券会社の利益を自社の投資収益中に反映させることが可能である。たとえば、遼寧成大と吉林敖東は広発証券の、亜泰集団は東北証券の、泰達股份は渤海証券の、予園商城は徳邦証券の、支配株主である。証券会社株の投資魅力は機関投資家、上場会社を引き付けるが、大多数の証券会社は非上場であるため資金調達は私募形式の増資によるしかなく、これに応じるのは事業上場会社しかないという事情もある。優良証券会社は増資が可能であるが、中小証券が生き延びるには統合整理の道しかないのだ。

ある統計によると、証券会社株を保有する上場会社二四二社の投資金額は平均して四七六五・五万元に達する。その他の業種への平均投資金額に比べて非常に大きい。このうち、一億元を超えるものが八八社もあり、吉林敖東、遼寧成大、予園商城などは四億元前後に達しているようだ。すでに売り払ってしまったのに、「巨額の証券会社株を持っている」と称するような危ない例も見られる。

上場を望む証券会社

証券会社で上場しているものは昨年までは二社のみであった。国内最大の証券会社であり、〇四年一〇月、最初に創新類資格を取得した中信証券（旧中国国際信託投資公司の完全子会社で、九九年株式制に改組）は〇二年十二月十七日に上海市

場に直接上場した。それ以前に、既存上場会社を改組した例として宏源証券があつた（国有信託投資公司を九三年株式制に改組後、九四年二月に深圳市場に上場した新疆宏源信託投資公司を二〇〇〇年三月に証券会社に改組）。上場前の証券会社の株式を個人が直接保有することはできない。そのため一般に資金調達には困難で、前述の関係者による増資引受を除けば、短期の借入れ、債券発行ぐらいだが、これらには金額の制限がある。さらに、〇一年以来の欠損継続下では関係法人企業といえども増資に心じず、辛うじて応じてきた地方政府に主導権を握られたりもする。上場・非上場を問わず証券会社の不良資産が拡大したため〇四年五月一日以来銀行は証券会社への貸出を停止し、既存の貸出は回収された。あるていど力のある証券会社が公募発行による資金調達を期待して上場に傾斜する所以である。

上場するには、「借殻上場」と「IPO上場」の二つの方法がある。

政府による上場及び資金調達の審査は非常に厳しい。「初回株式公開発行及び上場管理弁法」によれば、発行者の持続的経営能力を見るために、

①直近三年連続黒字、②同累計純利益が三〇〇〇万円を下らない、③特別損益を控除して低いほうを採る、とされる。このため、「上場会社の上場資格」には一種の希少価値が生まれ、これが売買される。近年流行している「買殻」「借殻」の「殻」とはこの「上場資格」である。「買殻」は上場している成績不良企業などを買収し、リストラを進めて不良資産を除去、優良資産を注入して株式を入手することである。「借殻」は親会社（集団会社）が主要資産を上場子会社に注入して経営を移転することで、典型例は上海強生集団と浦東強生タクシーに見られる。

二年前ごろから、広発・光大・長江証券など多くの証券会社に上場の意欲が強くなってきたが、「連続三年黒字」の上場条件を満たせなかった。また、直接上場には一年以上の時間が必要でもあった。そうなると、「借殻」リストラによる上場のほうがスピーディーで、手続きも容易だと考えて当然である。もともと、「殻」になる上場会社が特殊な業態だと証券会社の株主として適切かどうかは別途問題になる。たとえば、過去に不祥事を起した信託などは不適切だと思われる。

また、政府大株主の支持が無い創新類証券会社ではIPOは事実上困難でもあった。一年前の〇六年九月、広発証券は「借殻上場」の夢を実現と報道された。すでに上場している「延辺公路」が、大株主である敖東の所有する自社（公路）株を買入れ消却し、新增資株で「広発証券」を吸収合併、後に「広発証券」に名称を変更するという方

法で、〇七年四月にようやく政府の承認を得た。

しかし、その間に会社経営陣・その親友などのインサイダー事件（延辺公路の株を購入、利益得る）が生じたため、「借殼」方式はにわかに要注意となった。

〇六年一〇月二六日、中国証監会は「証券会社による未股改会社借殼上場に関する内部監管手続き」を各地の証監局に発した。ある程度は「借殼」を認めるが、中小投資者の利益のために衝動的な「借殼」を抑制し、投機には厳しく警告するものである。一一月六日には「借殼上場」の審査を厳しくするとともに、IPO方式上場を勧奨した。海通証券の都市股份「借殼」は成功し、〇七年七月三一日に正式に上場した。初の「借殼」方式上場である。国元証券のS*ST化二（S*未股改、S T・S T 転讓系統で流通）「借殼」は〇七年七月二日に条件付で審査を通過した。国金証

券（前身は成都証券）——成都建投の、東北証券——錦州六陸の「借殼」は七月二四日に承認された。

この間、四月一六日に発表された「借殼」条件は、証券会社側の純資本最低八億元、直近二年累計利益最低一億元、主要業務指標が上位二〇社に入っている、直近三年違法・違規行為がないなど、かなり厳しくなった。八億元以上に該当する証券会社は広発、海通、国元の三社のみ、売買仲介業務で二〇位以内は広発、海通、長江など、投資銀行業務では広発、海通、首創、西南、恒泰などになる。「借殼」上場を希望しても条件を満たせない場合、半分ぐらいの証券会社はIPO上場を目指すと目されている。金元証券は連続四年黒字の実力で直接上場が可能であり、招商、光大、東方、国泰君安、華泰などは八月末現在すでにIPOへ動き始めたようである。

証券会社の業容拡大

中国の証券会社は会社法に基き、國務院証券監督管理部門の審査を経て、証券経営業務に従事する「股份有限公司」（一〇〇〇万元以上、資本を株式に分割、株主は所有株式数の有限責任）あるいは「有限责任公司」（五〇万元以上、株主は出資額の有限責任）である。証券法を中核として「証券会社管理弁法」と「証券会社純資本計算規則」が資本充足を定め、「証券会社リスク統制指標管理弁法」など多くの管理法令がある。

「綜合治理」が動き出す前の〇三年には証券会社数は一三五、現在は一〇四である。〇六年一月末の証券従業員は基金関係（投資信託）・諮詢会社（研究・投資者啓蒙教育・各種情報提供・投資審査・財務顧問）を含め七万四七一七人（中国

証券業協会統計）になる。証券会社の圧倒的多数は中小証券であり、地域的には上海、深圳、北京に集中している。証券会社の九割は国有企業であるか、あるいは国有企業に支配されている企業であり、業務、利潤、管理機構、創新能力、市場適応能力のいずれも大同小異だと目されている。

従来の中国は日本顔負けの間接金融優位であり、市場に於ける直接金融は少なかった。多少はあった案件にしても、政策的に限定され、決定されてきた。投資銀行業務における「保薦人」制度は〇四年に設けられたもので、従来は証券会社が負った引受リスクを「保薦」署名人（個人の資格者）に転化した。〇五年以来の股權分置改革（非流通株の解消）の進展で、証券会社の保薦業務は大きく拡大した。個別会社の「改革案」を審査し、株主総会で受け入れさせる過程の全般に、証券会社に関わり、最終的に証券会社に属する「保

証券会社営業収入構成（億元）

	手数料	発行業務	自己売買	投資管理	諮詢	回購	利息	金融企業 往来	其他
2003	128.1	20.67	-0.23	-21.16	0.27	0.94	11.77	48.52	18.37
2004	168.2	24.5	-25.57	-52.91	0.36	0.57	7.09	37.01	20.94

（出所）『紅皮書』 諮詢：投資顧問等、回購：国債条件付売買（1日～1年）、
金融企業往来：銀行・登記結算公司などへの資金放出の利息収入

薦人」が署名しなければならぬからである。業務の過半は国泰君安、中信、広発、海通などの大証券に集中している。とりわけ海通証券は、交通銀行の初の公開発行、民生銀行の非公開発行など近年の大型案件すべてに関与した。保薦機関（〇六年初七六社、一〇月六九社）の数はそれなりに分布しているが、保薦代表人（一〇月、上位二〇社に四〇九名、五九％）は広発、国信、海通証券に一〇六名が集中している。中金、銀河、平安なども投資銀行業務に強い。近年は市場の急拡大により保薦人の数が絶対的に不足しており、常時証券会社から「求む人材」の広告が出ているが、なかなか集まらないようである。

投資銀行業務に対して伝統的な売買仲介業務はなお「靠天吃飯」（人力によらず天命に依頼する）の状態が現実であり、粗放経営で拡大し、激烈な競争を続けている。〇二年五月一日実施の手数料

自由化で競争は一層白熱化した。日本でも知られているように、〇六年後半からA株口座の開設が激増し、〇七年上半期で一八八万口座が開設され（〇六年中の六・四五倍）、業務収入も激増して、営業収入の六割に達した。この業務での雄は銀河、中信、国泰君安、申銀万国、広発などである。

証券会社はまた事業会社の株式を相当保有している。〇七年上場会社（六六一社）一季报開示によると証券会社は一四二社の十大流通株株主に登場した（〇六年は三四社）。特に国泰君安、長江、東方、申銀万国、国信などの証券会社は一〇社以上の開示に登場している。中小証券を含めて、多くの証券会社はまた非上場会社株券への直接投資を期待し、自营（自己売買）業務拡大の基盤としてようとしている。

投資銀行業務、売買仲介業務、自己売買業務に

加えて、新たな業務も進められている。商品の開発・創新は証券市場新展開の核心であり、証券会社にとって新たに利益の上がるビジネスモデルを樹立する上で重要な方法でもある。こうした思考方法がこの数年明確になり、〇三年一二月の「証券顧客資産管理業務管理弁法」でルールが樹立された。証券会社の設定する「集合理財商品」（預金、債券、株券、投信、保険、不動産、貴金属などに運用）にはいくつの特徴がある。「光大陽光一号」、「東方紅二号」などの例では、基金（投資信託）に比して投資単位が大きく（確定利付きで五万元、不確定で一〇万元など）、証券会社に成功報酬があり、また証券会社自身が資金を投入する、一種の「投資同盟」を形成しているようである。個人顧客には資産八〇〇万元の下限がある。〇七年四月の「中信理財之錦綉一号」は銀行・証券・保険のIPO戦略株式売出しなどに主

要投資する初の株式投資型（五年、年予想収益率六〜二五％、総額四億元、最低五〇萬元以上一〇萬元単位）の銀行理財商品である。周知のように銀行資金の株式市場参入は禁止されているが、銀行・証券の提携型理財商品としてはすでに〇三年一月に同系の招商証券・招商銀行による「金葵花招商受託理財計画」がある。資産証券化商品の設定も進んでおり、〇六年九月には証券会社の発起設立（〇五年九月）としては初めて企業資産証券化試点商品が上場された。〇五〜〇六年の一年で中金、中信、広発、国泰君安等八証券会社がこうした証券化商品を設定している。〇七年五月で証券会社系理財商品は二七件、三八〇億元以上になるといわれる。

基金（投資信託）、期貨（先物）、信託などの業種との関係はどうなっているか。基金は組織的には証券会社とは別であるが、株式市場好調を反映

して、〇七年四月証券会社の基金取引手数料収入は一五九％と激増した。もっとも資金面では、証券会社は基金への出資から漸次撤退している。巨田基金のように大株主の巨田証券が経営困難で突然〇六年一〇月招商証券に委託管理されたような例も見られる。業務が近い期貨会社に対しては、証券会社は多角化と今後の証券先物展開を考えて出資、系列化を行いつつあるが、持株には四九％の上限がある。すでに齐鲁証券と泉鑫期貨のように連携しているところもある。歴史的な因縁がある信託とは、現在は理財業務・資産証券化業務などで競合している。

他方で、証券会社が証券会社を吸収合併あるいは專業化子会社したり、ある地域の有名証券会社が勢力を強化するなどの結果、以下のように親子証券会社ができあがる例もある。

中信証券—中信建投証券、中信金通証券、中信

万通証券

広発証券—広発北方証券、広発華福証券

華泰証券—連合証券

こうした証券会社系列の形成は同業の競争で業務が萎縮するともいわれている。また、○六年九月一四日以来の新設制限が解ければ、証券会社の営業免許の価値は無になる。

中国市場ではインターネットによる証券取引が非常に盛んである。証券会社による專業証券ネットの創設は二〇〇〇年二月二五日の招商証券「牛網」が初めてであるが、○六年末には取引の六割がネット経由となっている。○七年五月に齐鲁証券は山東連通と連合して「掌上股市」（携帯で株取引）を新たに開始した。同じ五月、中信証券北京北三環路営業部が「カードでの委託取引業務取消」を掲示したことに多数の投資家が説明を求めて混乱した。カード委託取引とはネットや電話取

引ができない老人が証券取引カードを用いて店頭で簡便に取引でき、それなりに利益も高く、仲間とも交流できるということで重宝されていたものである。○三年四月の非典型性肺炎（サース）騒動時に、証券会社の店頭営業部を回避し、インターネットやコールセンター（コンピュータ、電話）などの「非現場取引」競争が盛んになったが、騒動が収束した後はハイテク若年層とローテク老人層には大きな落差が生じたのである。また、昨年来の大量の大衆口座開設で市場に新たに入ってきた投資者は証券に関する常識を持たず、証券会社は現在、投資者教育に力を入れねばならない状況でもある。

○七年七月五日施行の「合格国内機関投資家海外証券投資管理試行弁法」では、その条件が純資本八億元以上で、二〇億元以上の外貨資産等となっている。これらに合致した八社（中信、光

大、国信、招商、中金、華泰、東方、広発）は今後QDIIに率先申請し、投資顧問サービスや外資機関発行の基金など新たなQDII商品の設定が進むであろう。証券会社の両極分化は必至と見られており、①強力な国内大株主を持つ、②金融グループ傘下の銀行系（中信集団、光大集団など）、③国内主流証券会社と外資との合資、などが大型化を生むと予想されている。

「券商綜合治理」の期限

中国市場は仲介証券会社に関しては典型的な政府主導型であり、行政が決定した合併統合（万国証券と申銀証券）、破産（大連証券）などが特徴的である。処分された問題証券会社は一九九六年の二社（国債先物の失敗で申銀証券に合併された万国証券）以後なかったが、〇二年二社、〇三年

六社、〇四年八社、〇五年一三社、〇六年二〇社と急増した。これらは同業の証券会社や行政機関に委託されて整理の後、再建あるいは閉鎖された。

証券業に対する規制が始まったのは万国証券の失敗例の後、一九九八～九九年からである。「証券法」旧第一一九条に基いて、二〇〇〇年には大規模（資本金五億元以上）な「綜合類」（売買仲介、自己売買、投資銀行、国務院認定の資産管理等業務を全面展開）一一社（中信証券など）と中規模（五億元～五〇〇〇万元）の「經紀類」（売買仲介）一一社が区分・承認された。五〇〇〇万元以下の会社には一定の猶予期間を置いて業務を継続させ、〇四年初めには一二九社中九七社が綜合類に認定された。〇二年三月一日には「証券会社管理弁法」が出され、翌〇三年八月証監会は証券会社に①顧客の取引決済資金の流用厳禁、②顧

客から委託管理を依頼されている資産の流用厳禁、③顧客から預託された債券の流用厳禁の「三大鉄則」を定め、これにより証券会社の営業整理を開始した。○三年二月「証券会社内部統制の手引き」（金融リスクの防止と解消を目指す）、○四年一月「証券会社整理準則（試行）」がこれに次いだ。

決定的な方策は○四年八月の「証券会社創新管理弁法」であった。これにより「試点証券会社創新方案評審暫行弁法」「規範発展類証券会社評審暫行弁法」その他により、証監会は証券会社の分類監督を開始した。一三〇社余りの証券会社を以下のA、B、C、D4類に区分して、下位の二類を綜合治理（整理）の重点対象としたのである。

A 創新試点類（審査に合格の上、創新活動に従事）

B 規範類（株式発行・資産管理・銀行間市場

の参加資格）

C 高度風険類

D 処置類

創新類の業務には企業M&A、大型証券発行、リスク投資、集合理財商品の発行、投資諮詢、資産・基金管理、資産証券化、金融デリバティブスなどが含まれる。当初は、政策環境や研究開発の遅れ、個々の能力不足などから、創新業務に展開の余地は少ないと見られていたが、三年を経た現在では上位証券会社は相当の力を蓄えてきたようである。

創新類の承認は○四年一〇月の三社（中信、光大、中金公司）から始まり、○五年末にはさらに一二社（東方、国信、広発、招商、長江、国泰君安、東海、華泰、海通、国元、国都、上海）が承認された。政府は経営良好な中型会社と大型綜合会社を積極的に支持した。中央銀行は中国建銀

昇竜の勢い続くか——中国の証券業者

	創新類	規範類
経営年限	3年以上	1年以上
純資本	総合類：12億元以上 經紀類：1億元以上	総合類：2億元以上 經紀類：2000万元
純資本/純資産	直近1年の純資本 \geq 純資産の70%	同純資産の50%
流動資産/流動負債	直近1年の流動資産余額 \geq 流動負債余額の150%	同流動負債余額
負債/純資産	直近1年の対外担保とその他の負債の計 $<$ 純資産の10%	同純資産の20%
その他	顧客資金の流用・占用なく、違法な資産管理・国債回購・自営業務なし	

投資公司を、証券監督管理委員会は中国証券投資者保護基金公司（〇五年八月）を設けて、証券会社整理の円滑な進行を目指した。C、Dの「問題証券会社」の処置と改組は「優勝劣汰」の標語が用いられたが、優劣を決めたのは市場ではなく行政の判断である。整理改組の方式には、①監督部門の主導、②資産管理会社の主導、③外資金融機関の主導、④証券会社の主導、⑤金融持株集団の出資、の五がある。①で投資者保護基金に管理委託されたものには広東、科技、中関村証券の三社がある（現・浙商証券）。外資系は営業免許を狙い、証券会社系は創新類と一部の規範類が相当数の委託管理を任された。整理の方法には、①資金注入（申銀万国など実力のある会社向け）、②業務分離で本体は破産（南方など多数の中小会社向け）、③金融持株会社設立（銀河証券）などがある。

一年経って、〇五年七月二九日、国務院は証監会に「証券会社総合整理工作方案」を転発し、市場の強化と安定発展のために、証券会社の抱える諸種の問題の解決やリスク対応を進めて、優良な証券会社を育成発展することを掲げた。同年一〇月の新修訂「証券法」は総合類・經紀類の分類を取り消した。同年一一月に証監会は証券会社の「自営業」の嚴重管理に乗り出し、自営業と資産管理業務・売買仲介業務との混合操作、他人名義の自営口座開設及び非自営部門の従業員を自営業務に従事させることを禁止した。

さらに一年経ち、〇六年七月「証券会社リスク統制指標管理弁法」が公布され、一〇月末の「問題証券会社整理期限」を越えた一一月一日実施が明確になった。この間、九月一四日に証監会は「証券会社の新設を原則暫時停止」することを明示した。この段階では条件に合致した創新試点類

の証券会社が海外に設立・買収・出資することは認められた。しかし、外資の出資も営業場所の新設も認めていない。その傍ら、業務停止、解散、破産審査を進めたのである。同日、証券一六社は銀行間市場への参加資格を停止もさせられた。この二年間、ドラステイックな整理が進んだが、「創新類一八を二一〇前後に、規範類二五を五〇余りに増やす」目標はまだ完成せず、〇七年八月末に全面実現の最終期限が置かれた。

一一月一日施行の「リスク管理弁法」は、純資本を指標に、業務制限、業務停止整顿、リストラ方式の指定、管理委託、閉鎖、清算という整理過程を明示した。長く続いたベアマーケットの泥沼の中で、多くの証券会社は生死の分かれ目に苦悶したが、非流通株の解消が予想以上のブルマーケットを招来したことで、整理の後半期は乗り切りやすくなったといえる。新株発行禁止が解除さ

れた後の中国銀行・国航などの大規模株式発行は、中金・中信・銀河等の少数の大証券会社独占した。因みに銀河証券は一六ヶ月の苦心の末に改組方針を決定、不良資産は老・銀河証券に移し（銀河投資とする）、優良資産は新・銀河証券を設立して移し、これが中国銀行証券股份となった。

生き残った証券会社には新たな管理ルールの厳守が求められている。顧客資金の第三者管理（銀行預託）の期限は〇六年一月二五日に、整理最終期限の〇七年八月末と厳命された。「証券会社が証券を、銀行が資金を管理」の峻別がされ、〇七年六月半ばまでに正常経営一〇〇社中七十二社がすでに実施済となった。また、証券会社は〇七年から財政部が新しく定めた「企業会計準則」を全面執行しなければならない。六月末までは非上場証券会社は旧制度でもよいが、年度末の報告は全会社が新規則で行うことになる。今後最大の変化

は、非常時の分類管理から正常時のそれに切り替わることである。〇七年五月二四日「証券会社分類監督の手引き（試行）」により、証監会は証券会社にリスク提示を義務付けた。リスク管理能力を資本実力、顧客資産の安全保障、遵法管理、会社のガバナンス、内部管理、経営者人材、情報システムの安定・安全、ディスクロージャーその他を総合評価して、A～Eの五分類—段階に区分し、投資者保護基金への拠出率〇・五～五％を割り振るのである。また、業務の「禁区」が列挙された。非上場株式売買などの非法証券活動、売買仲介の全権委託による取引、証券営業場所でない所で顧客口座の開設、手数料目的で不必要な取引を勧誘、いかなる方法でも収益保証・損失補てんを約束、非法なネット取引などが禁じられた。

さて八月末現在、整理期限を目前に、創新規証券会社は二九社に、規範類は三一社になった。こ

の後、創新類と規範類は単に「名誉」称号となり、A S E分類になるが、評点（二二〇以上が正常経営）に創新類は一〇点、規範類は五点がプラスされる。伝えられる所ではA A Aは該当なし、A Aは中金公司与国信、Aは他に一五社が認められた。

証券会社の不祥事

なぜこれほど強力に政府が関与して証券会社の整理を行わねばならなかったのか。それは他の事業分野と同じく証券業にも大きな「歴史遺留問題」があったからである。社会主義中国には永く証券市場はなく、証券業者も存在しなかった。一九八〇年代になり国債や株式の発行が動き始めたが、その初期には国有企業である信託投资公司や銀行が証券業務を兼営した。やがて專業証券会社

が登場し、一九八七年の深圳經濟特区証券公司の成立以来、雨後の筍の如く増加した。九七年末には「分業經營管理」原則が強調されて銀行・信託投资公司の兼営部門が独立し、二〇〇〇年には綜合類・經紀類合計で証券会社の数は一〇一社になった。設立出資者は財政部、国有專業銀行、一部の国有大企業などが多いが、中信、光大、大鵬証券など金融機関の証券營業部を基礎として新設されたものもある。一九九〇年代前半の發展期には株式市場はまだ小さく、多くの業者は実業・不動産投資と違法証券發行活動に介入、經營リスクを高めた。証券会社の設立経路は大体以下の四に分けられる。

- (1) 國家級專業銀行・保險会社が發起設立した株式会社あるいは完全子会社・華夏、南方、海通など全國的大証券
- (2) 地方金融機関が出資した株式会社あるいは完

全资子公司・申銀、北京、河北など

(3) 地方財政系統が組成した証券経営機関・上海、湘財など

(4) 全国的信託投資会社と地方金融機関所属の信託投資会社を基礎・中信、光大など

コーポレートガバナンスの面で最も問題になるのは、株主構成が不合理で集中度が高く、国有支配株主の比率が非常に高いことである。前述のスパニアウト型は別として、銀行・保険会社は証券会社に投資できないので、金融機関類の株主は非常に少ない。ある統計では証券会社の支配株主は国有絶対支配株主が四二%、国有相対支配株主が二〇%、その他（民営企業支配株主と若干の外資支配株主）が三八%である（総数が一〇四社なので絶対数にほぼ重なる）。民営企業は商工業が多く証券会社経営を知らず、民営証券は市場低迷時には相対的大株主の非道徳的な行為が多いため、

数では国有支配の六分の一だが問題会社の比率は非民営の倍にもなるらしい。組織は、一九九八年十二月「証券法」の規定による股份有限公司が六社（うち国泰君安と宏源のみ株主二〇〇人超）、残りは有限責任公司（国有企業法人株主五〇人以上）で、中には財政部のみが唯一の株主である例もある。会社の内部統制は欠如し、経営者が職責を乱用して違法行為を継続することが可能で、逆に証券会社の統合合併等には大株主でもある政府が絶対的主導権を振るえたのである。

証券会社の欠損の主要原因は粗放経営で営業費用が高みすぎたことであつたが、不動産賃借費用・労働賃金も大きく、現在でもなお余剰人員が多く、さらに違法・違規行為とガバナンスの欠如が重石となつて経営困難から整理が必要な状態になつたのである。政府が過剰に保護してきた結果でもある。不良資産化したものは、欠損投資、収

益保証委託理財商品、顧客保証金の流用、過去の不動産投資、杜撰な内部管理で発生した欠損などである。

○六年の年報でも多くの証券会社が訴訟案件を抱えていることが明らかにされている。非法証券活動や、証券会社の犯罪責任の追及は公安部経済犯罪侦查局と証監会風険処置弁公室が連携して行っている。○六年二月二日には、この他に工商総局、銀監会、最高人民法院、検察院などを含めて「打非」（打倒非法）強調小組が成立した。証監会はまた○六年一月に行政処罰委員会を設け、審査業務の専任を置いた。非法証券活動は○一年の「蘭州証券黒市」に始まり、地域的には北京、上海、陝西、深圳に頻発した。○二年以来の証券期貨違法案件は三七二、行政処罰一五五、市場禁入決定二〇、責令整改通知書六四で、総計一三八社、六八六名の個人に上る。証券犯罪の多さ

には、罪悪性・危害性を軽視あるいは低く見ている「認識不足」、犯罪名はあるが断罪処罰の明文規定が無い「立法の不完全」、そして「法の執行力の不足」があるといわれる。

海外上場会社株式を販売したが一年も届かなかったと「非法集資罪」で無期徒刑（大陸通行証持つ台湾居民、上海のアングラ市場「一級半市場」で）になった例や、ナスダック上場を騙り、豪華なビジネスビルで外国国旗掲げると偽装の例もある。小金を持つ五〇代以上の個人には情報が少なく、騙され易いようである。場合によっては、公開発行基準（二〇〇人以上）に無知で「非法」となる例もあるようだ。○六年二月証券民事賠償第一案（ハルビン市で四六四名の株主が申請、大慶聯誼石油化学と申銀万国証券相手どる）は円満解決したが、○七年三月に証監会は価格操縦で三四名を処罰、市場禁入を実施した（七人は

永久禁入)。公費使い込みで死刑が問われている案件もある(銀河証券)。不祥事の根源は歴史遺留問題にあるとしても、その上に市場不況期に証券取引を利用した不正行為が上(経営上層部)から下(従業員)まで蔓延したようである。自由化された手数料に下限を設定しようという天津証券業協会の提案(〇七年三月)は、証券会社の自殺的経営を回避させようというものだが、まずは内部綱紀の粛正が先ではないかと思われる。

市場開放への道

〇六年九月二日証監会主席尚福林は、〇一年一二月のWTO加盟による証券市場の開放約束は「すべて実現した」と表明した。この段階で、中国・外国の合資証券会社が七社(中金、光大、中銀国際、華欧国際、長江巴黎百富勤、海際大和、

高盛高華、瑞銀北証)、同じく基金管理会社が二三社存し、うち九社は外資比率が四〇%に上る。さらに四社は上海・深圳両取引所の特別会員で、海外証券として直接にB株取引を行っている。中国市場の好調を見て米国からのさらなる開放要求もあり、本年八月末の「綜合治理」完成後、一〇月から合資証券会社の新設審査が再開との見通しもある。証券会社の対外進出意欲も大きい。進出先はほぼすべて香港である。中信証券は日株発行上場の意向があるようだが、実現すれば証券会社初の海外上場になる。

証監会には株式市場は「虚偽経済の重要組成部分」との基本的判断があり、証券会社、関連機関、上場会社その他の規制がまだまだ不十分である。現在、かつてのタイ金融危機の経験からも中国市場の完全開放にはなおりスクが大いという考えがあると思われる。証券取引口座開設数は一億を

突破したが、国内個人の金融資産のうち証券資産は一三%以下であり、今後増える勢いにある。しかし、零細投資家（資金規模一〇万元以下）はまだ買入れているが、中々大規模の個人はすでに売りに回っているともいわれる。〇六年五月〜〇七年四月の資金の増加分一・一三万億元のうち約八五〇〇億元が株式市場に流入したのは、あまりに偏りすぎているという判断もある。今後のQDII商品増加、特別国債発行、大型株IPOなどにより、第三季度のA株供給増加で資金は流動性不足となる可能性もある。整理強化を経た証券会社の実力が試されるのはこれからであろう。

（参考文献）

中国証券業經濟普查領導小組弁公室編『中国証券業發展紅皮書』二〇〇六年一〇月、学林出版社

中国証券業協會編『中国証券業發展報告（二〇〇六）』二〇〇六年二月、中国財政經濟出版社

朱科敏『我国証券公司股權結構理論分析』二〇〇六年八月、上海財經大學出版社
『中国証券報』

（こ）ばやし かずこ・当研究所主任研究員