



中国証券会社の企業形態の変化をめぐる考察¹

応 展宇[※]

要約

1. 中国では 1987 年に初めて証券会社が設立されたが、当初はほとんどが国有企業であった。その後、各証券会社は「有限責任会社」に移行し、更に一部の証券会社は「株式有限会社」に移行した。2008 年末時点で、中国の証券会社 106 社のうち、有限責任会社が 76 社、株式会社が 30 社となっている。株式会社のうち、8 社が直接上場し、3 社が既存の上場会社を借りた形で上場している（「借殻」上場または RTO）。
2. 中国政府は、金融システム改革の当初、証券市場が銀行から資金を奪うことを恐れていたが、国有銀行を巡る環境の変化により銀行一辺倒の路線を転換した。1993 年前後の国有專業銀行改革では、証券会社の市場化も進められた。2001 年の世界貿易機関（WTO）加盟を機に、資本金の拡大や内部統制の整備が課題となり、一部の証券会社の株式会社化と株式公開・上場が進められた。
3. サブプライム危機に端を発した世界的な金融危機による米国投資銀行の再編は、中国の証券業界のあり方にも影響を与えよう。中国では、①金融機関のイノベーション能力の向上がまだ必要な点、②パートナーシップ（合資会社）の認可の可能性、③証券会社による自主的な企業形態の選択が重要であること、④金融持株会社の下でのグループ化が最適の解ではないこと、⑤イノベーションと監督体制のバランス、に留意する必要がある。

1. はじめに

1987 年に誕生した中国初の証券会社「深圳経済特区証券公司」の設立に始まる中国の証券会社の歴史は短い。しかしながら、証券会社は中国の資本市場の急速な発展に伴って、すでに金融機関システムの重要な構成要素の一つとなっている。最初の 10 年余りは、強い計画経済色や厳しい市場参入規制の下で、中国本土の証券会社のほとんどが手厚い「温室」で守られ、政府に保護される一方で、行政が強い発言権を持つ中で草創期と成長期を過ごしてきた。その結果、2001 年の世界貿易機関（WTO）への加盟に始まる市場競争環境の激変や、この 4 年間の国内株式相

¹ 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2009 年第 9 期掲載の「中国証券会社の企業形態の変化をめぐる考察」を邦訳したものである。なお翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。また、本稿は国家社会科学基金（コード：08CJL003）、教育部新世紀優秀人材支援計画（コード：NCET-08-0855）及び教育部緊急課題（コード：2009JYJR001）の支援を受けた研究事業の成果としてまとめられたもので、中央財経大学 211 プロジェクト第 3 期科学研究支援金を獲得している。

[※] 応 展宇 中央財経大学金融学院 副教授

場の大幅な下落を受け²、中国の証券業界全体は存亡の危機に直面した。2007年夏以降は、サブプライム危機に端を発した金融危機が激化した。特に米国の5大独立系投資銀行がすべて銀行持株会社に移行した2008年9月以降、投資銀行における企業形態の再構築が学界を含めた人々の注目を集めている。中国の証券会社にとっても、今後に向けた企業形態の構築は冷静な判断が求められる現実の問題となっており、学界でのより深い考察が待たれる。

II、中国における証券会社の企業形態の変遷

証券業界の草創期を振り返ると、金融機関はすべて国の支配下にあり、証券会社のほとんどが金融機関の出資で設立されていた。そのため、中国の証券会社のほぼすべてが完全国有企業だった。1994年に「公司法（会社法）」や「金融機関管理規定」が公布され、中国の各証券会社は法規に従って有限責任会社制へ移行した。1998年以降、一部の証券会社が増資や株主資本の拡大を目的に、「有限責任会社」から「株式有限会社」へ移行したため、現在では有限責任会社と株式会社の二形態が共存し、企業数から見ると有限責任会社が主体となっている（図表1を参照）。

2008年末時点では、証券会社106社のうち、有限責任会社は76社（通常、株主構成が単純で、多くが国有株であり、株式保有の集中度が高い）であり、株式会社（株主構成が分散し、資本金が多い）は30社あった。株式制の証券会社のうち、すでに直接上場を果たしているのは8社（宏源証券、中信証券、東北証券、長江証券、国元証券、海通証券、国金証券、太平洋証券）で、このほか3社（広発証券、首創証券、西南証券）が「借殻」（カリカラ）³方式（RTO：Reverse Take Over）により上場⁴している⁵。

図表1 中国における証券会社の企業形態の内訳

単位：社)

年度	総数	株式制	
		上場	直接/間接)
2004	133	14	2/0
2005	116	16	2/0
2006	104	15	5/1
2007	106	22	8/3
2008	106	30	8/3

（出所）「中国証券期貨統計年鑑」（2005－2008）および「中国証券報」各号より作成

² 但し、2006年から2007年にかけて、株価は大幅に上昇し、上海総合指数は2007年10月16日には史上最高値の6,124ポイントを記録している（以上、訳者注）。

³ 「借殻」とは、未上場会社が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ことで、上場会社の上場資格という「殻」を借りた方法である（以上、訳者注）。

⁴ 2009年2月、「ST長運」が正式に「西南証券」に改名した。2009年8月と11月に、光大証券と招商証券がそれぞれ上場した。これにより、現在は中国の直接上場証券会社は11社となっている。一方、広発証券と首創証券の2社は依然RTO方式による間接上場である。

⁵ 但し、中国の証券会社の上場に関する筆者の定義は一般的ではない。筆者は、「借殻」方式（RTO）という間接上場であっても、上場会社の名称を証券会社に変更すれば「直接上場」と取り扱っているが、この場合でも引き続き「間接上場」扱いとするのが適当である。なお、本稿で取り上げられている上場証券会社のうち、IPOにより直接上場しているのは、宏源証券と中信証券の二社のみである。その後、招商証券と光大証券もIPOによる上場を行っている（以上、訳者注）。

指摘すべきこととして、現在は多業種展開を行う金融持株会社が中国でも形成されつつあることが挙げられる。一部の証券会社（中信証券、光大証券、銀河証券など）は金融持株会社の子会社にあたる。

Ⅲ、制度から見た証券会社の企業形態の変遷

1. 金融システム改革当初から 1980 年代末までの証券業界の位置づけ

制度の変遷という視点から見れば、中国の証券会社は金融システム改革によって誕生したと言える。そのため、企業形態の選択を含む証券会社の命運は、改革における金融市場（特に株式市場）の機能の位置づけと密接に関わっている。改革当初、中国政府が恐れていたのは証券市場が銀行から資金を奪うことだった。独占的な專業銀行から最も収益性の高い業務が失われ、特別な許可による銀行業の權益が損なわれ、銀行部門の資金力に影響が生じることを懸念していた。金融システムの安定が脅かされる事態を回避するため、中国政府は債券・株式市場に対して厳しい抑制政策を採り、証券会社には生存の余地を与えなかった。しかし 1980 年末になると、中国の経済・金融分野をめぐる環境が大きく変化した。中央銀行のマネーサプライが枯渇したこと、そして国有銀行各行が巨額のリスクを蓄積したことが原因であった。環境に対応した変化を穏やかに成し遂げるために、当局は金融面での支援方法を確立することが求められるようになった。つまり、預金通帳を提供するだけの国有銀行に特別な保護を与えたり、独占かつ国有の金融システムを維持したりする措置では、中国経済の変化に伴う貯蓄の活用や金融面での支援方法など、実際のニーズに応えられないことに当局が気づいたのである。このとき、国有企業主導の株式市場を創設し発展させた最大の効果は、中国経済の路線変更に向けて、通貨（銀行融資）一辺倒から通貨と証券の二本柱による金融支援への移行という金融支援方針の戦略的改変を行う機会をもたらしたこと、さらには中国政府に対して新たな制度の構築を迫ったことであった。

政治やイデオロギー、あるいは資源の掌握を目的に、中国政府は当初から発行限度額の掌握や分配、証券の価格決定、「股權分置」制度（国有株などを「非流通株式」として市場での流通を認めない制度）などを通じて、株式市場の発展経路を厳しくコントロールしていた。同時に、金融市場に根ざした金融機関である証券会社に対しても、同様に厳しい規制を設けようとしていた。この理由は、証券業は金融業の重要な構成要素であったからだけでなく、中国政府は以前から重要な業界への民間の関与を認めておらず、証券業は未知の新分野とされていたため、マクロ調整によって業界の健全性、安定性と秩序ある発展を守る必要があった。このような重要性、あるいは独占やコントロールの維持といった角度からみれば、中国政府が厳しい市場参入規制を設け、証券会社を完全国有企業のみに限ったことは、非常に理屈にかなった結果と言える。

2. 1990 年代の国有銀行改革の影響

しかし 1993 年前後から、不良債権の母体行からの分離や新たな政策性銀行 3 行の設立に象徴されるように、国有專業銀行の体制改革が徐々に進み、中国政府は金融機関の商業銀行への転換や、市場メカニズムの導入に向けた改革を進める決意を固めた。こうした背景にあつて、資産や資本金で国有專業銀行に劣り、影響力も非常に限定的な証券会社の市場化も、政策担当者の視野に入り始めた。1994 年の「公司法」や「金融機関管理規定」の公布を契機に、中国の中央および地方政府の主管部門は関連規定に沿って証券取扱機関のルール化を進めた。証券会社の企業形

態として有限責任会社を優先的に選ぶこととし、既存の証券会社の多くが 2、3 年以内に制度移行を完了した。

問題は、株主構成が単純で、株式保有の集中度が高い有限責任制を取る中国の証券会社にとって、日進月歩で進む技術革新を受けて膨れ上がる資本投下に対応することが困難な点にあった。米国の投資銀行が 1960 年代に直面した困難と同様に、資本規制が中国の証券会社の経営の発展を阻む足かせとなった。こうした背景の下、1997 年ごろから、増資や株式発行の拡大を目的とした有限責任会社から株式有限会社への移行の波が一部の証券会社の間で起こった。1998 年末には、中国の証券会社 90 社のうち 29 社が株式有限会社に移行した。

3. 2001 年の WTO 加盟による変化

21 世紀以降、中国の金融システム改革の外部環境には、再び大きな変化が起こった。2001 年、中国の WTO 加盟が実現したため、金融システムも世界との急速な融合を迫られ、対外開放への対応が中国の金融システム改革の主眼の一つとなった。

他の経済分野の場合、中国が自ら進んで対外開放の環境下での改革を進めた結果、改革と開放の両方が理想的な形で実現した。しかし、金融に限っては漸進的改革という特殊な方針を採ったため、金融システム改革は経済全体の方向転換プロセスより遅れて進められ、対外開放度は最も低い水準が続いた。この間、証券会社にとっては、第一に金融市場に対する厳しい市場参入規制があったこと、第二に経済分野においては資金不足の一方で資金需要は旺盛であったこと、第三に地方政府も強力なバックアップを行ったことから、競争は比較的穏やかなものとなり、大量の独占利潤が得られた。しかし、既得権益集団である国有商業銀行や証券会社など各分野の独占・寡占企業の間には暗黙の協調関係が存在し、金融システムのさらなる改革を阻む大きな抵抗勢力となった。そのような情勢の中で、経済のグローバル化が加速し、中国経済の対外貿易依存度や FDI（海外直接投資）に代表される国際資本の移動規模が高まるにつれて、中国は WTO への加盟により国際的な経済及び貿易摩擦を減らすことで、秩序ある、健全かつ急速な経済発展を実現する必要に迫られた。問題は、Rajan and Zingales (2004)⁶ が論評した通り、中国が一旦 WTO への加盟を選択した以上、WTO 協定に基づいて外国金融機関にも自国金融市場を開放する必要が生じ、金融システムにおける従来の競争の仕組みは維持できなくなったことにある。つまり、金融システムの変革は、市場運営の内的要因によるものである。

2001 年の WTO 加盟以降、外資系金融機関が中国国内の金融機関にもたらす競争の負担が日増しに目立つようになった。当時の時点で競争はすでに投資へのリターンと経営業績の勝負に変化しており、金融機関の競争の優位性を左右するのは経済活動のスケールや範囲にとどまらず、優れた資本を手に入れることや、内部統制を整えることであり、これらが競争の鍵となった。この点こそ、中国の金融機関に欠けているものである。当時、完全国有制であるための仲介コストの高さや、マネジメントの不備による金融機関のガバナンス・経営の非効率性などから、競争による損失は免れない状況だった。国内外の金融機関の間には経営業績やインセンティブ体制、さら

⁶ Rajan and Zingales (2004) によると、対外開放の結果、国内政治によって外国の競争相手を規制できなくなり、競争の激化により利益水準が低下する。また、国内競争を排除することで得られる利益も限定的となり、競争排除や政治工作を行う動機付けが減る。さらに外国との競争を行う必要が出てくるため、国内の利益集団であっても国内インフラの構築を迫られる。このため、対外開放が行われれば、国有商業銀行などの既得権益集団も、金融の発展を阻害することはなくなり、逆に積極的な推進者に変貌する。

には資金規模の面でも大きな格差があるため、資金や業務、人材が金融機関の間を流動するようになると、国内証券会社から優良顧客や人材の流出が避けられず、競争力の低下は更に深刻なものとなった。こうした状況の下で、中国証券監督管理委員会は 2006 年 7 月、「証券公司風險控制指標管理弁法（証券会社のリスク抑制指標にかかる管理弁法）」や「關於發布証券会社淨資本計算標準的通知（証券会社の純資本計算基準の公布に関する通知）」を公布し、純資本を柱とするリスク抑制指標を打ち出した。一方、それまで 2 回にわたって改正された「關於從事相關創新活動証券公司評審暫行弁法（関連のイノベーション（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）」でも、証券会社が「創新類」の認定を受けるための必須条件として、純資産規模が挙げられていた。つまり純資産はすでに証券会社の業務展開や規模を拡張するための必須条件となり、未来の市場における地位を左右する鍵となった。

4. 証券会社の株式会社化

では、中国の証券会社はいかにして短期間のうちに資本の急速な拡張を実現するのだろうか？ 株式会社への移行によって出資者を増やし、上場によって公開会社への道を求めることがその答えである。近年、株式制への移行を選ぶ中国の証券会社が増え続けているのは、まさにこのためである。しかし、株式制への移行が実現したとしても、中国の厳しい許認可制度や、3 年連続での黒字という上場条件をクリアしなければならない。2002 年から 2005 年にかけては、市場低迷による業績悪化で、中国の証券会社の 2005 年の株主資本利益率（ROE）は軒並みマイナスとなった。このため、直接上場を実現するためには長い時間を要し、不確定要素が非常に大きくなった。その結果、2006 年から 2007 年の上昇基調の相場において、中国本土の証券会社の間では、「借殼」上場（RTO）が企業形態の移行に用いられる主な手法となった。（図表 2）

2008 年以降、米国のサブプライム危機に端を発した世界的な金融危機が激化するにつれ、中国の株式市場は大幅に下落した。これにより、中国の証券会社は再び大規模な委縮状態に陥り、2006 年から 2007 年に進んだ企業形態移行のプロセスが停止する直接的な引き金となった。中国市場の回復を受けて光大証券と招商証券が株式公開・上場を果たす 2009 年までの間、2 年間の空白が生じてしまった。

図表 2 2006～2007 年 中国本土証券会社の RTO 上場

	RTO 対象企業	証券会社	計画発表時期
1	延辺公路建設株式有限公司	広發証券	2006年9月
2	錦州經濟技術開發区六陸実業株式有限公司	東北証券	2006年12月
3	石家庄煉油化工株式有限公司	長江証券	2007年1月
4	北京化二株式有限公司	国元証券	2007年10月
5	成都城建投資發展株式有限公司	国金証券	2006年10月
6	成都前鋒電子株式有限公司	首創証券	2007年1月
7	重慶長江水運株式有限公司	西南証券	2007年11月
8	上海市都市農商社株式有限公司	海通証券	2006年12月

（出所）「中国証券報」各号

IV. 企業形態の選択をめぐる内的要因：機能の観点からの考察

世界の金融システムにおける米国の投資銀行の重要性を考慮すると、米国投資銀行の企業形態が現在大きく変容しつつあることは、中国など他国の金融業界における企業形態の選択に対しても将来的に大きな影響を及ぼすだろう。問題は、米国の投資銀行が現在進めている独立法人からグループ経営への移行が、現代の金融システムにおける投資銀行の機能的位置づけに合致しているかどうかである。つまり、グループ経営モデルは、危機に起因する米国投資銀行の一時的な選択なのか、あるいは機能的な役割に合致した、米国金融業界に将来も長く存続しうる経営形態であるのかが問われている。また、中国はこれから米国をモデルにして商業銀行と投資銀行の垣根を払い、金融業の多角化を推し進めていくべきなのかも問題である。もちろん、この問題に答えるためには、現代の金融システムにおける投資銀行特有の機能を分析した上で、企業形態の選択と機能を実現するためのメカニズムとの間に存在する関連性を考慮することが、合理的な判断を行うための前提となるだろう。

1. 機能という視点から捉えた証券会社

現代の金融システムにおいて、証券会社や投資銀行は、金融市場を舞台とする関連の証券サービス業務を専門に扱う仲介機関である。その業務は大きく、仲介サービス、委託サービス、財務コンサルティングの3つに分けられる。証券会社がこれらの業務を展開できるのは、情報や流動性に関する特殊なネットワークを持ち、その情報や流動性のネットワークを保ちながら市場での長期的な信用を守り、「超法規的」な情報市場・利用契約及び契約の「自主的履行」のメカニズム⁷を整え、プレーヤーに対し、情報に対して非常に敏感な証券資産に関する各種サービスを提供できるからである（応展宇（2009））。

現代の金融システムにおける証券会社の機能的位置づけは、図表3を使って簡単に説明できる。

まず、証券会社の業務運営には、2つの中核的基盤がある。つまり、情報のネットワークと、流動性のネットワークである。このうち情報ネットワークとは、資産価値の評価の専門性に優れた金融機関またはその他のプレーヤーとのつながりである。一方、流動性のネットワークとは、投資銀行の債券を引き受ける際に資金を提供できるプレーヤーとのつながりであり、主として各種の機関投資家である⁸。機関投資家のほか、一部の証券会社は膨大なリテール顧客群を有するが、このグループからは一定規模の流動性のほか、資産評価などの活動に資する需要に関する情報を得ることができる。

図表3における新証券の発行者は証券会社のサービス対象となる一方で、情報の購入者としての役割を演じる。情報の購入者たちにとって、投資銀行の情報は発行の成功を裏付けるカギとなる⁹。

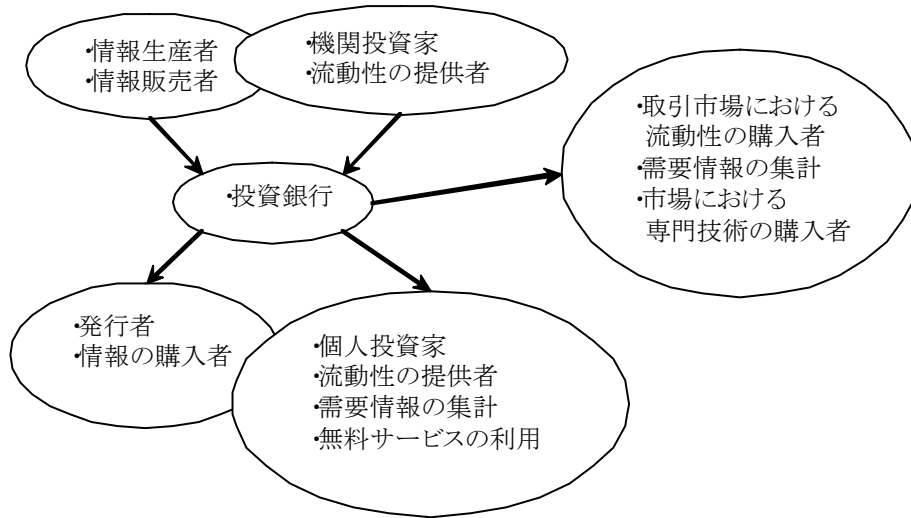
このほか、証券会社は通常、取引市場（流通市場）にも関与する。証券会社が取引市場に関与する主な原因は次の通りである。（1）発行市場において投資家（流動性を提供するプレー

⁷ 社会的声望を信用の基盤とし、サービスの停止を盾に顧客に対して履行を迫ること。

⁸ 流動性のネットワークと情報ネットワークのプレーヤーは互いに重複している。すなわち、一部機関は投資銀行の情報と流動性の両方を提供する。

⁹ 歴史を振り返ると、証券発行者にとって、投資銀行の情報提供者としての役割は、発行段階のほか、他の多くの局面とも関係しており、非常に重要である。De Long（1991）の指摘によれば、1910～1912年、JPモルガンの出資者が取締役を務める会社は、普通株の株価に加えて30%のプレミアムがついたという。

図表3 投資銀行を核とする情報市場



(出所) Morrison and Wilhelm (2007)

ヤー) のために新規売買の場を提供し、流動性のネットワークを維持するためのコストを抑える。(2) 新たな情報源を得て、発行市場のサービスを改善することができる。(3) 自身の資本や情報ネットワークを利用し、新たな収益源を獲得する。(4) 新規証券の発行と、デリバティブ取引などの取引市場における活動とを融合し、総合的な金融サービスを提供することで、顧客のニーズへの対応力を向上させる。

2. 自身の存続と機能の効率化という視点で捉える証券会社

1) 合資会社 (パートナーシップ) のメリットと限界

上述の証券会社の機能という視点だけから見た場合、最低2者で比較的少ない出資者(機関投資家)が営利目的で特定の商業活動に共同従事する合資会社(パートナーシップ)モデルこそ、専門的な証券会社にとっての理想的な選択肢だろう。まず、証券会社が情報の生産・使用を行って、「超法規的」契約や契約履行メカニズムを整える場合でも、合資会社であれば、外部からの制約の必要に対応することができる。つまり、あらゆる新証券の引き受け、情報サービスについて、証券会社はその声望と全資産とを信用基盤とし、問題が起きれば市場によって淘汰される。次に、合資会社であれば、投資銀行業務の運営にかかる技能の継承のために非常に効果的な方法を利用できる。つまり、ノウハウや技能の習得が現場で人から人へ伝授する「徒弟制度」によって行われる一方で、情報の透明性が非常に低いため、合資会社形態の証券会社の若年職員にとって同じ業界の別会社に転職を行える機会が限られている(他の企業は、出資者になる以前にその専門的スキルを判断することが難しい)。そのため、「去るか、出資者となるか」の二者択一型の雇用制度やフラット化された給与水準を受け入れなければならない、かつチームワークに従うことが強調される。一方、他の出資者全員による合意を取り付けなければ取引にかかる株式構成を決定できないため、合資制の投資銀行経営者と企業の利益の相関性が高くなり、背任行為(故意の隠匿により、若年職員への技能伝授や訓練に影響を来す行

為も含む)により企業全体の利益を損なう動機がほとんど生じにくくなっている。さらには、出資金と社会的信用という二重の担保を押さえ、情報力に優れた監視困難なメンバー（一般出資者）に残余請求権を提供するという「自己監督メカニズム」や、無限責任制などの関連制度との関連を通じて、合資会社モデルのインセンティブを効果的に機能させることができる（応展宇（2009））。

合資制投資銀行のモデルには非常に優れた点もあるが、合資制投資銀行の出資者数には上限があり、十分な資本金を集めながら取引需要をひきつけ、業務支援システムの効率化を進めることは困難である。このため、1960年代以降、日進月歩の技術革新や規制緩和、機関投資家の急速な台頭を受け、株式制を採用した公開会社のモデルが各国の投資銀行に最も好まれる会社形態となった。証券販売やリテール向け仲介業務を柱とするメリルリンチのようなリテール向け投資銀行は、生存と発展（十分な資金を集めて技術投資に回し、業務でのコンピュータ技術の運用・開発に充てる）のために、他に先駆けて合資会社制度を脱し、公開市場での上場を実現した。1980年代以後、技術革新や市場ルールの改変により、モルガン・スタンレーなどのホールセール専門の投資銀行も、上場の道を進んだ。

2) 証券会社の企業形態の方向性とその要因

証券会社の企業形態の変遷を世界規模で客観的に考察した結果、中国であれ他国であれ、金融市場の急速な発展を象徴とする構造的な金融変革に伴い、証券会社の企業形態の改変を促す明確な内的要因が生じることが分かった。つまり、企業形態の選択は、外部環境による制約の中で、最も効果的に内在的機能を実現するための制度的措置であったと言える。つまり、存続しつつ機能を効率化させることが、企業形態移行の大原則となったのである。

私たちの見るところ、金融機関の効率化という内的要因に着目すれば、米国などの先進国であれ、中国のような発展途上国であれ、構造的な金融変革に伴う証券会社の会社形態の選択には、次のような三つの特徴があると考えられる。

第一に、証券会社の企業形態の選択には、二極化傾向がみられることである。情報通信技術の変革が加速し、金融理論や技術が成熟するに伴い、将来に向けた証券会社の企業形態のモデル転換には似通った傾向がみられる。その上、明確な二極化の様相を呈している。一方は、買収合併などの企業再編で誕生した、銀行・金融持株会社を媒体にあらゆるサービス（ワンストップサービス）を提供する大規模なスーパー金融会社であり、もう一方は、特定のサービス分野に特化した合資制の会社である。

このような判断に至った理由としては、現在の技術革新や規制をめぐる変化¹⁰を受け、従来の投資銀行業務（決済、資産評価、リスク評価、為替取引など）の相当部分が、形にできない投資銀行家の個人的ノウハウから、データ化された情報に変わったことが挙げられる。これにより、技能の継承形態が変化したばかりでなく、コア・コンピタンスの向上がより重要になった。仲介サービスには人的資源、物的資源の面での大規模な資金投入が必要であるため、企業形態を変更することで、外部競争に対応していく必要が出てきた。しかし一方で、M&Aアドバイザーやヘッジファンド、私募投資家向けマネジメントなど、特殊な投資銀行の技能には、

¹⁰ 米国は近年、企業に対して正式な、検証可能な内部会計監査・内部統制制度・内部統治規範の設置を求める「Sarbanes-Oxley法（SOX法）」を定めている。これは非公式な暗黙の契約メカニズムを抑える重要な制度改革の一つである。

依然として形にできないノウハウがあり、データ化することは困難である。このように特定のサービス分野に特化するためには、情報の不透明性や人員流動性の低さを特徴とする従来型の合資会社の形態をとり、個人の利益と会社業務の成否とを関連付けることで技能継承や業務品質を確保し、市場のニーズへの対応を改善する以外に方法はない。

第二に、証券会社の企業形態の選択には、比較的明確な階層性が存在することが挙げられる。安定した階層構造は、現代の金融機関システムの基本的特徴と言え、証券会社も例外ではない。階層性とは、専門サービスを手掛ける投資銀行、証券仲介業者、地域的投資銀行、多国籍投資銀行などの各階層の証券会社が、市場での位置付け、発展戦略の差異によって、大きく異なる企業形態を選択していることである。一般的には、特有の人的資源に依存する、特定のサービス分野に特化した投資銀行については、合資会社あるいは有限責任会社の形態が望ましく、特に合資制の形態を奨励（有限会社からの移行も含め）すべきである。技術が大規模に運用される場合、証券仲介業者などは、有限責任会社あるいは株式会社とし、かつ株式会社モデルへの集約を目指すべきである。地域経済を対象とする地域的な証券会社の形態は、有限責任会社、株式会社などの多様な独立法人モデルが考えられるが、多角経営の場合は総合型または業界型の金融持株子会社によるグループ経営の形も可能である。国際競争を行う証券会社の場合、金融持株会社によるグループ経営が理想的である。

第三に、証券会社の企業形態の選択は、効率、特に金融イノベーションの効率が考慮されていることが挙げられる。この意味では世界の金融業界において米国式のモデルが目立っている。

3) 米国モデルに対する評価

歴史的に見れば、競争主導のイノベーションは、過去 50 年近くにわたり米国を代表とする金融モデルの変遷を象徴する特徴の一つだった。1930 年代に登場した独立系投資銀行は、1970 年代には経済・政治的影響力でニューヨークの大手銀行と対抗するまでになった。独立系投資銀行が、米国金融市場の競争や実力を保証する重要な制度的前提であったことは疑いない。理論的あるいは実務的に見ても、こうした市場の競争圧力は、ユニバーサルバンク主導型の金融システムでは発生しにくい。なぜなら、ユニバーサルバンクが自らの利益と引き換えに顧客の利益拡大を図ったり、企業顧客に（コスト高の）銀行ではなく低コストの短期債務商品の直接発行を薦めるなどして財務運営の市場化を図ったりすることは考えにくいためである。ユニバーサルバンクが短期債務商品発行時の引受幹事会社だとしても可能性は小さい。理論上、金融のイノベーションと市場の発展との間には、「自己強化」の相互連動関係があり（金融イノベーションにより現有証券にはデリケートな情報が生じるため、投資家はより多くの情報を得ようとするが、これにより特定の会社の証券の流動性が高まり、市場原理による価格決定が効率化される（Boot and Thakor (1993)）。一方で、金融イノベーションの「学習効果」により、イノベーションの「コストのハードル」が引き下げられうる（Merton (1955)）。このため、分散した銀行業界に比べ、集中度の高い銀行業界では人々の銀行融資に対するニーズが低くなる（融資コストが高く、特殊なコネクションによる情報独占が原因である）。さらには、業界においてユニバーサルバンクの集中度が高い場合、商業銀行と投資銀行がそれぞれの業界内で別途運営監督されている金融システムに比べると、動的に見て前者のイノベーションの度合いがより低くなる。業界のユニバーサルバンクの集中度が高いほど、金融イノベーションの速度も遅くなり、金融市場の変遷の歩みも緩やかになる（Boot and Thakor (1997)）。

過去 50 年間、銀行業界における「ディスインターメディアーション」——特にホールセールバンキング分野——が競争によって促され、より流動性の高い証券化された金融・資本市場へ移行した。これは世界の金融が米国モデルへ移行する重要な構造転換のプロセスだった。この間、商業銀行から分離独立した米国の投資銀行が、資本供給の媒介者、金融商品の革新者、資産価値向上のサービス提供者、金融デリバティブ市場の創設者（マーケットメーカー）などの様々な立場で登場し、非常に重要な役割を担ってきたことは確かである。取引業者を基盤とする金融・資本市場は、大量のツール・技術の選択肢を創造かつ提供しており、各種の金融契約や金融会社・非金融会社の資産が流動性を有する市場で取引できるようになった。さらに、主なタイプのリスク（デリバティブやモジュール化など、金融工学の技術）についても市場での取引や価格設定が可能になり、結果としてあらゆる種類の債務者が、流動性を有する証券市場を通じて短期資金や長期資本を得られ、リスク管理を行えるようになった。世界の金融は、新たなリスク管理モデルの時代に入ったのである。

3. 将来の企業形態の選択をめぐる考察

中国の特殊な政治・経済環境から現実的に考えると、証券会社の企業形態は政府主導の色彩が非常に濃い状況が続くと予想され、現行のモデルを短期間のうちに改変させることは難しいだろう。しかし、機能という視点から見れば、中国政府は今後の展望として、以下の点に注意すべきと考える。

- (1) 先進国とは異なり、中国は現行の金融システムや金融市場の市場化、イノベーションをさらに進める必要がある。このため、イノベーションを奨励し、金融機関にイノベーション能力を持たせるという角度から考えた場合、金融持株会社への移行を急ぎ過ぎると、証券業界と銀行業界の融合により経営の多角化が加速する恐れがある。これは中国の現実性に即した理想的な方向性とは必ずしも合致しない。
- (2) 中国の証券会社にとって、有限責任会社・株式会社から有限合資会社への回帰は現実的に難しいが、合資会社は銀行の企業形態として歴史的伝統を有している。コネクションと声望の集約を核とする合資会社は、M&A アドバイザリー、私募投資やヘッジファンドのマネジメントなど、特殊な投資銀行業務では非常に重要な役割を果たすことができる。このため、品質や社会的信用を重んじる競争環境を段階的に整えれば、中国政府として将来的に合資制の証券会社を認可（ひいては奨励）することは可能である。
- (3) 企業形態の違いは、投資銀行が技術革新や金融理論の発展を踏まえつつ、効率を考慮して決めたものであり、必然的な選択である。政府が投資銀行に対して企業の集約を要求する必要性も、可能性もないだろう。もし、政府が強硬姿勢をとれば、その結果として投資銀行の生命力を失わせ、その金融機能をも弱らせることになる。
- (4) 独立系法人と、銀行・金融持株会社を介したグループ経営との間の違いは問題ではない。ウォール街の 5 大投資銀行が破産や経営モデルの転換を迫られる中で、米国最大の金融持株会社であるシティバンク・グループが現在どうなっているかを見れば、グループ化が決して金融機関の安定を保証する特効薬ではないことが判る。
- (5) 金融機関にイノベーション能力を与えると同時に、いかにして政府が金融機関にふさわしい監督・制約メカニズムを整えるかが非常に重要である。つまり、金融イノベーションや金融の発展に当たっては、合理性に留意する必要がある、さもなければ破滅的な結果をもたら

すことになる。イノベーションのレベルを把握する場合、市場のプレーヤー（特に金融機関）が独自に判断するのは困難であり、政府が金融監督の面で重要な役割を担う必要がある。もちろん、このことは市場が正常な状態にあるときに、政府が市場へ深く介入することを肯定するものではない。

【主要参考文献】

- Alfred Steinherr (2000). *Derivatives: The Wild Beast of Finance*, Wiley (中国語訳「金融野獣:金融衍生品的發展与監督」上海遠東出版社 2003 年)
- Raghuram G.Rajan and Luigi Zingales (2004). *Saving Capitalism from the capitalists*, Princeton University Press (中国語訳『从資本家挽救資本主義』中信出版社 2004 年), (日本語訳『セイヴィング・キャピタリズム』2006 年 慶應義塾大学出版会)
- 応展宇 (2009). 「功能視角下米国投資銀行組織模式變遷的回顧与前瞻(機能面から見た米国投資銀行の組織モデルの變遷と展望)」『国際金融研究』2009 年第 7 号
- Boot, A., S.Greenbaurn and A.Thakor (1993). “Reputation and Discretion in Financial Contracting”, *American Economic Review*, 83, pp.1165-1183
- Boot, A. and A,Thakor (1997). “Banking Scope and Financial Innovation”, *Review of Financial Studies*, 10, pp.1099-1131
- Crane,D.B., Froot,K.A., Mason,S.C., Perold.A.F., Merton,R.C., Bodie,Z., Sirri,E.R. and Tufano, P. (1995). *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Boston: Harvard Business School Press (日本語訳『金融の本質—21 世紀型金融革命の羅針盤』1996 年 野村総合研究所)
- Morrison A. and W. Wilhelm (2007). “Investment Banking: Past, Present and Future”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 19, pp.42-54
- Morrison A and W. Wilhelm (2008). ”The Demise of Investment Banking Partnerships: Theory and Evidence”, *Journal of Finance*, 63(1), pp.311-350

著者紹介

応 展宇 (Ying Zhanyu)

中央財經大学金融学院 副教授

中国人民大学金融証券研究所 研究員

2000 年 6 月中国人民大学財政金融学院卒業、修士。2003 年 7 月中国人民大学財政金融学院卒業、博士。

・中央財經大学金融学院は 1951 年に設立された金融、保険、貿易等の人材を育成する大学である。



Chinese Capital Markets Research