

# 経営モデル転換へ動く中国の証券会社

神宮 健

激しい手数料引き下げ競争の結果、2010年の収益が悪化した中国の証券会社は、従来からの課題である経営の多角化に向けて動き出している。そうしたなか、最近では監督当局も後押ししている証券投資顧問（以下、投資顧問）業務が注目を集めている。

## 投資顧問業務が重視される背景

中国の証券会社では投資顧問業務が重視され始めている。2010年末に710人であった登録投資顧問（コンサルタント）が、11年2月には7661人に急増したという報道もある<sup>注1</sup>。

中国証券業界は従来から、ブローカレッジ業務へ過度に依存する体質からの脱却を求められていた。2010年には、営業店数が増えたこともあり証券取引手数料の引き下げ競争が

激化し、業界全体の収益悪化につながった。ちなみに、2010年の証券業界（106社）の純利益は、ブローカレッジ業務の収入が335億元減少したことが響いて776億元と、前年比157億元の減少となった<sup>注2</sup>。

行き過ぎた手数料引き下げ競争に対して、2010年10月8日に中国証券業協会は、「証券会社の顧客サービスと証券取引手数料の管理のさらなる強化に関する通知」を発表した（11年1月実施）。これにより、「手

数はブローカレッジ業務のコストに基づく」ことになり、2011年に入り手数料はようやく落ち着きを見せている。

こうしたなか、証券会社は従来以上に業務の多角化に向けて動き始め、監督当局もそれを推進している。中国証券監督管理委員会（以下、証監会）は2010年10月12日に、「証券投資顧問業務暫定規定」（以下、投資顧問規定）と「証券研究レポートの発表に関する暫定規定」（以下、

表1 証券投資顧問業務・証券研究レポート発表に関する規定の要点

証券投資顧問業務暫定規定		証券研究レポートの発表に関する暫定規定	
第2条	「証券投資顧問業務」とは、証券投資コンサルティング業務の基本形式の一種で、証券会社・証券投資コンサルティング機関が顧客の委託により、契約に従って顧客に証券および証券関連商品に関する投資アドバイスサービスを提供し、顧客の投資戦略の策定を補助し、直接もしくは間接に経済利益を獲得する経営活動である。投資アドバイスサービスの内容は投資商品選択・ポートフォリオおよび財務管理アドバイス等を含む	第6条	証券研究レポートを発表する証券会社・証券投資コンサルティング機関は、専門研究部門もしくは子会社を設立し、（中略）証券研究レポートの発表および関連従業員を集中統一管理しなければならない。証券研究レポート業務の関連従業員は、同時に証券自己勘定・資産管理などの利益相反のおそれがある業務に参加してはならない（以下略）
第23条	証券会社・証券投資コンサルティング機関は公平・合理・自由意志の原則に基づき、顧客と相談したうえで証券投資顧問サービスの費用を書面で取り決めなければならない。サービス費用はサービス期間・顧客の資産規模により徴収できる。差別手数料（異なる手数料）などの他の方式でも徴収できる（以下略）	第14条	証券会社・証券投資コンサルティング機関は証券研究レポートと他の証券業務の間のファイアウォール制度を厳格に実行し、利益相反のおそれのある部門や従業員が証券研究レポートの発表を不当な利益の取得に利用することを防がなければならない
第24条	（略）いかなる方式においても（証券会社・証券投資コンサルティング機関が）顧客に対して投資収益を承諾・保証することを禁じる	第15条	証券会社・証券投資コンサルティング機関の証券アナリストが会社の業務のため一時的に、引受・保証推薦や財務顧問などの業務プロジェクトに参加し、投資価値研究レポートの執筆もしくは業界研究のサポートを提供する場合、ファイアウォールをまたぐための審査を受けなければならない。コンプライアンス（法令遵守）管理部門と関連業務部門は証券アナリストがファイアウォールをまたいだ後の業務活動を監督しなければならない（略）
第27条	ソフトウェア・端末措置で顧客に投資アドバイス、またはそれに類似するサービスを提供する場合、当規定に従う（以下略）		
第32条	証券投資顧問はラジオ、テレビ、インターネット、新聞などのマスメディアを通じて具体的な証券の売買の投資アドバイスをしてはならない		

出所) 中国証券監督管理委員会資料よりNRI北京作成

証券研究レポート規定、両規定とも11年1月より実施)を発表し、また、11年の重点施策には「証券会社の専門的サービス能力の持続的な引き上げ、投資顧問業務の発展の奨励、ブローカレッジ業務の高度化の加速」が含まれている<sup>注3</sup>。

## 法的根拠が与えられた投資顧問業務と研究レポート発表

証監会の発表した2つの規定の意図は、投資顧問業務と証券研究レポート発表に法的根拠を与え、曖昧であった点を規範化することにある。その内容を見ると、先進国の事例を参考に、中国の国内事情やこれまで行われてきた方法などを考慮して規定がつけられている。

まず投資顧問業務とは、「証券投資コンサルティング業務の基本形式の一種で、証券会社・証券投資コンサルティング機関が顧客の委託により、契約に従って顧客に証券および証券関連商品に関する投資アドバイスサービスを提供し、顧客の投資戦略の策定を補助し、直接もしくは間接に経済利益を獲得する経営活動である」(投資顧問規定第2条、表1)と定義されている。

このため、「投資政策は顧客が決定するものであり、投資リスクは顧客が負担すること」(同第12条)となり、投資顧問は顧客に代わって投資決定をしてはならない。また、「いかなる方式においても顧客に対して投資収益を承諾・保証することを禁じる」(同第24条)とされる。

次に、各証券会社がブローカレッジ業務のグレードアップを考え、また、資産管理業務・投資銀行業務等を拡充し業務の多角化を図っていることから、投資顧問業務・証券研究レポート発表と、ブローカレッジ・資産運用・投資銀行業務などとの関係が考慮されている。

ブローカレッジ業務では、一部の

証券会社が対顧客サービスの付加価値を上げるために、すでに投資顧問サービスを提供し費用を徴収していることから、費用徴収方式を規範化している。具体的には、費用の徴収について、「証券会社・証券投資コンサルティング機関は公平・合理・自由意志の原則に基づき、顧客と相談したうえで投資顧問サービスの費用を書面で取り決めなければならない。サービス費用はサービス期間・顧客の資産規模により徴収できる。差別手数料(異なる手数料)などの他の方式でも徴収できる」(同第23条)としている。

一方、研究業務から見ると、「研究業務部門と、資産管理・投資銀行などの業務部門の間にファイアウォールをつくること」が求められ(証券研究レポート規定第14条)、「研究業務部門の従業員は資産管理業務や証券自己勘定業務に参加してはならない」(同第6条)。投資銀行業務との関係では、「証券アナリストがファイアウォールを越えて引受や財務顧問等の業務に参加する際の審査・監督・関連レポート発表禁止」等の措置について定められている(同15条等)<sup>注4</sup>。

さらに、一部の投資顧問の提供するソフトウェア・端末は、株式売買のタイミングや具体的な銘柄選択機能を持っており、投資戦略の決定を補助する道具と見なされるため、こうしたサービスの提供は、「投資顧問業務の管理に含まれ、投資顧問規定の要求を満たさなければならない」(投資顧問規定第27条)<sup>注5</sup>。

投資顧問業務に法律的な基礎が与えられたことで、証券会社はこれまで以上に同業務に注力している。一部の証券会社は投資顧問の育成プログラムを実施し、また、顧客管理・商品設計・リスク管理・事後評価などのIT(情報技術)面でのサポートも重要であることから、システム構

築も進められている。むしろ、中国の株式市場に投資顧問業がなじむには時間がかかると予想されるが、中国の証券会社の経営モデルが変化し始めていることは確かであろう。

注

- 1 「2カ月で10倍と激増、登録投資顧問の数はアナリストをはるかに超える」『証券時報』2011年2月18日
- 2 データは中国証券業協会
- 3 中国証券業協会が投資顧問業務・証券研究レポートや財務顧問業務を奨励するために、これらの業務の純収入上位の証券会社に対して、証券会社の分類管理におけるランク分け評価の際に加点する案を考慮しているという報道もある(『証券会社分類評価、2指標増の可能性』『中国証券報』2011年3月28日)
- 4 「証券アナリストは引受・保証推薦や財務顧問などの業務プロジェクト参加中に、当該プロジェクト関連の証券研究レポートを発表してはならない。また、ファイアウォールをまたぐ期間が終了した後も、証券アナリストは業務プロジェクトで取得した非公開情報を利用して証券研究レポートを発表してはならない」(第15条後半)。「証券会社・証券投資コンサルティング機関は、証券研究レポートの発表と同時に証券引受・保証推薦や上場会社のM&A(企業合併・買収)再編の財務顧問業務を行う場合、証券研究レポートの発表の自粛期間(沈黙期間)制度と実施メカニズムを構築しなければならない」(第16条部分)
- 5 「この種の証券コンサルティングのソフトウェアや端末を運営する機関は、証券投資コンサルティング業務資格を取得しなければならない」(『証券投資顧問業務暫定規定』と『証券研究レポートの発表に関する暫定規定』に関する問題の説明)『中国証券報』2010年11月2日)

『金融ITフォーカス』2011年5月号より転載

神宮 健(じんぐうたけし)  
NRI北京金融システム研究部長