

## 論 説

## 1990年代後半の国際資本移動（2）

## — ABN アムロ北米ファンドの検討 —

佐 野 健 太 郎

はじめに

- [ 1 ] 米国を中心とする1990年代の国際資本移動
- [ 2 ] ABN アムロ・ファンズの運用状況
- [ 3 ] 政府系金融機関債の発行と流通
- [ 4 ] 小括 (以上72号)
- [ 5 ] 概観 (以下本号)
- [ 6 ] 東アジアの投資を支えた日米欧マネー
  - ( 1 ) 概観
  - ( 2 ) 日米欧における機関投資家の急成長
  - ( 3 ) 東アジア企業による海外投資家向け証券発行  
(クロス・ボーダー株式発行)
- [ 7 ] 香港における中国企業の株式発行
  - ( 1 ) 中国企業の株式発行状況
  - ( 2 ) 「B株」の発行状況
    - 1) 概観
    - 2) 発行市場
    - 3) 流通市場
      - a) ABN アムロ・ファンズ
      - b) 「チャイナ・エクイティ・ファンド」
  - ( 3 ) 「H株」の発行状況
    - 1) 概観
    - 2) 東方電機
    - 3) 広深鉄道株式会社
      - a) 広深鉄道の経営努力
      - b) 発行市場

- c) 流通市場
- 4) えん州炭鋳株式会社
  - a) 主幹事
  - b) 世界の株式市場—1998年
  - c) ペア・スターズ社
  - d) えん州炭鋳株式会社
  - e) えん州炭鋳「H株」発行市場の特徴
  - f) えん州炭鋳「H株」の流通市場

おわりに

## 〔5〕 概 観

さいきん、新興市場諸国の企業が海外で盛んに株式を発行し、巨額の資金を調達して、経営改善のための投資資金として活用している。中国企業も1992年以降、外国人投資家が購入できる「B株」を発行したり、香港やニューヨークの証券取引所に株式を上場して、資金を調達している。従来の研究では、香港やニューヨークの証券取引所への上場手続きに関する研究が行われている。

しかし、これらの研究では、海外において中国企業の株式が、どのようにして引き受けられていて、法人や個人の投資家が株式をどのようにして購入しているのか、そして中国企業の株価形成の実態が十分に明らかにされているとは言い難いように思われる<sup>1)</sup>。

そこで本稿では、欧米の投資銀行・証券会社がどのようにして中国企業の海外で発行した株式を引き受け、欧米のミューチュアル・ファンド（特にABNアムロ・ファンズ）がそれをどのくらい購入しているのかを明らかにする。

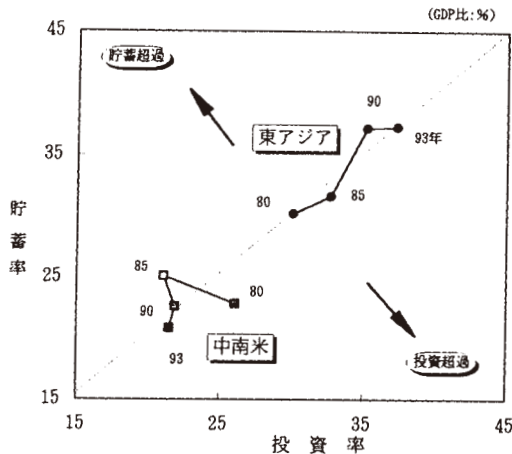
## 〔6〕 東アジアの投資を支えた日米欧マネー

### (1) 概 観

1990年代に入って、東アジアでは貯蓄率（国内総貯蓄/GDP）が高い水準で推移したのに対して、投資率（国内総投資/GDP）が貯蓄率の増加を上回

表1 新興経済の貯蓄投資バランス

—東アジアの貯蓄・投資は拡大均衡, 中南米の貯蓄・投資は縮小均衡—



(備考) IMF "International Financial Statistics", 各資料より作成

(注) 東アジアは, 韓国, 香港, インドネシア, タイ, マレーシア, フィリピン, 中国, 中南米は, ブラジル, メキシコ, チリからなる。

(出所) 経済企画庁編, [ 1 ], 194ページ。

る増加を見たために, 資本流入が拡大した(表1)。

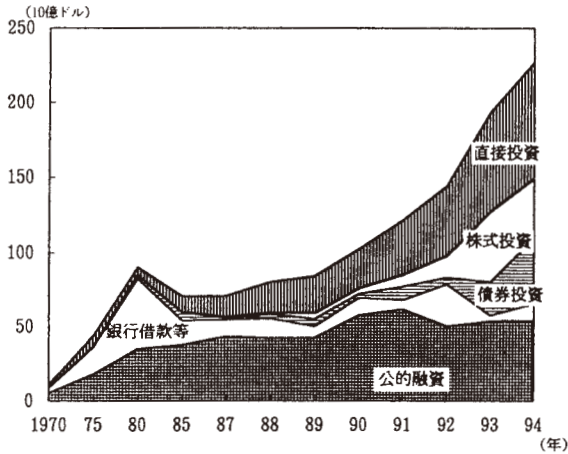
また, 発展途上国への資金流入の流入形態を見てみると, 直接投資, 株式投資, 債券投資が銀行借款と公的融資の伸び悩みとは対照的に, 大幅に拡大している(表2)。東アジアでもやはり, 直接投資と証券投資が急速に増加している(表3)。これにともなって, 1992年から94年にかけて, 東アジアの株式市場の時価総額も拡大していった。(表4)。

こうした東アジアにおける証券投資増加の背景には, (1)日米欧において急成長した機関投資家による途上国投資が拡大したこと, (2)中国を中心とするアジア企業が, 積極的に証券の発行によって資金を調達したこと, (3)アジア各国における民営化関連投資の拡大, などが考えられるが, 以下では, (1), (2)の2点について考えることにしよう。

## (2) 日米欧における機関投資家の急成長

上でも確認したように, 世界の資金移動の特徴として, 銀行部門による資金

表2 途上国への形態別資本流入の推移



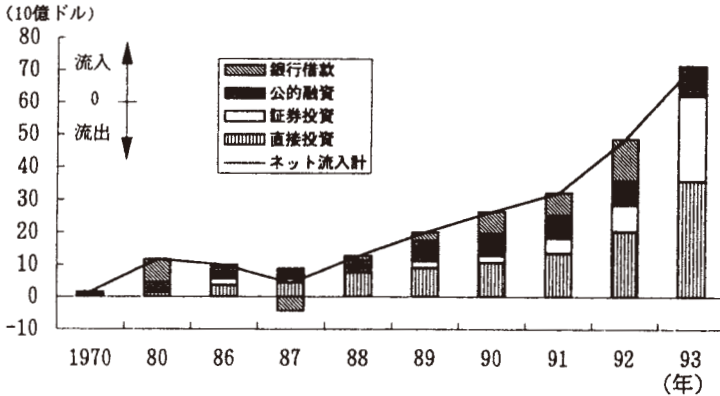
(備考) 世界銀行“World Debt Tables”より作成。

(注) 1. 銀行借款等には、銀行借款の他に非銀行部門の融資が含まれる。

2. 94年の銀行借款等、債券投資については、93年の構造比で延長推計した。

(出所) [ 1 ], 195ページ。

表3 東アジアへの長期資本流入(ネット)

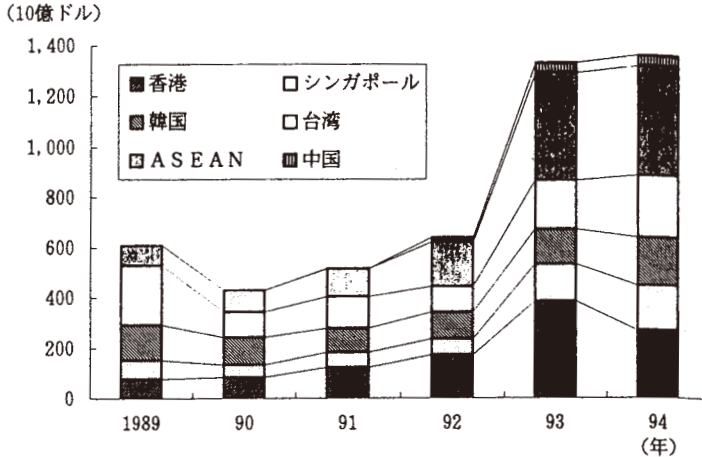


(備考) 世界銀行“World Debt Tables”より作成。

(注) 各国への外国資本の流入から、資本の引揚げ、償還等を差し引いたもの。

(出所) [ 1 ], 211-212ページ。

表4 東アジア：株式市場の時価総額の拡大



(備考) IFC (1995) “Emerging Stock Markets Fact Book 1995”, World Bank (1995) “The Emerging Asian Bond Market”, 国際金融情報センター「世界の金融資本市場(アジア・大洋州編)」より作成。

(出所)〔1〕, 228ページ。

移動のシェアが低下し、証券投資による資金移動のシェアが増加していることが挙げられる<sup>2)</sup>。

このような資金移動の背景には、機関投資家の成長があげられる。とくに「ベビー・ブーマー」世代の人々が中高年齢層を形成し始めていたアメリカでは、年金基金、保険会社に巨額の資金が流入していた。これらの機関投資家に蓄積された巨額の資金が、投資信託で運用されることによって、投資信託の運用資金が急拡大することになった<sup>3)</sup>(表5-2)。

またアメリカでは、確定拠出年金(いわゆる「401Kプラン」)の普及とともに、その運用対象に投資信託を組み入れる傾向が強まっていて、年金基金の拡大が、投資信託の成長を促進するという「シナジー効果」が生まれている(表5-1, 6)。表6に見られるように、投資信託、年金基金、保険会社の3機関投資家の総資産の推移で見ると、アメリカにおける成長が著しい。

このようにアメリカを中心とする先進国の機関投資家に蓄積された資金が、途上国へ流入し、東アジアへの証券投資の拡大・株式時価総額の拡大という局

表5-1 投信業界運用残高に占める退職プラン投資

(単位 億ドル, %)

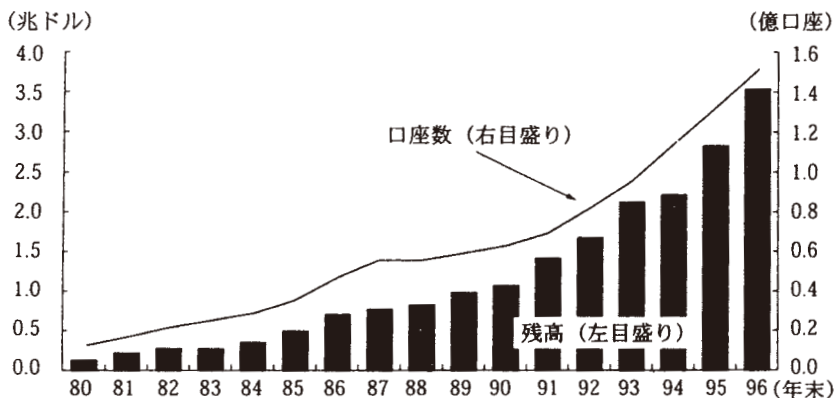
|            | 1995   |       | 1994   |       | 1993   |       | 1992   |       |
|------------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| IRA        | 4,954  | 17.6  | 3,828  | 17.7  | 3,275  | 15.8  | 2,258  | 13.7  |
| 確定拠出型      | 3,500  | 12.4  | 2,491  | 11.5  | 1,725  | 8.3   | 1,142  | 6.9   |
| 401 (K)    | 2,608  | 9.2   | 1,667  | 7.7   | 999    | 4.8   | 543    | 3.3   |
| 確定給付型      | 426    | 1.5   | 318    | 1.5   | 46     | 0.2   | 41     | 0.2   |
| その他        | 1,186  | 4.2   | 1,029  | 4.8   | 928    | 4.5   | 677    | 4.1   |
| 退職プラン資産合計  | 10,067 | 35.7  | 7,666  | 35.5  | 5,974  | 28.8  | 4,118  | 25.0  |
| 投信業界運用残高合計 | 28,204 | 100.0 | 21,615 | 100.0 | 20,754 | 100.0 | 16,463 | 100.0 |

(注) IRA には、企業年金が提供されていない人が個人で銀行、証券会社に口座を開くものと、転職時の401 (k) プラン資金の待避先としてのものがある。

(備考) ICI 資料より野村総合研究所作成。

(出所) 財団法人日本証券経済研究所, [ 2 ], 23ページ。

表5-2 ミューチュアル・ファンド残高と口座数推移



(備考) ICI 資料より野村総合研究所作成。

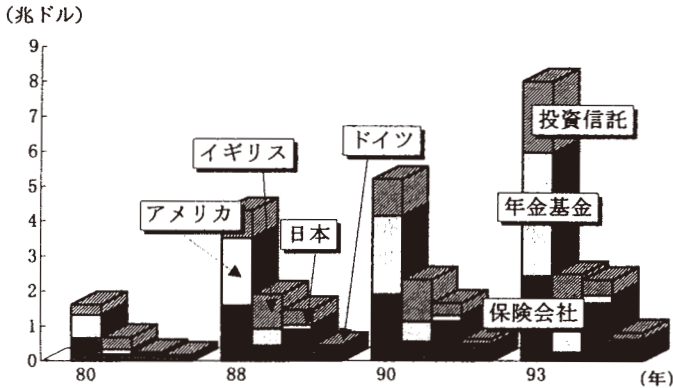
(出所) 表5-1と同じ。

面を作り出していたと考えられる<sup>4)</sup>。

### (3) 東アジア企業による海外投資家向け証券発行 (クロス・ボーダー株式発行)

1990年代に入って、東アジアの株式市場は活況を呈し、時価総額は飛躍的に増加した。とくに1992年以降、中国企業が外国人投資家向けに株式を発行(「B株」)したり、中国国有企業が香港市場で株式発行したり(「H株」)、また

表6 高まる機関投資家の重要性  
—投資信託などの総資産の推移—



中国やほかの東アジアの企業がニューヨーク市場で株式を発行したりして（中国企業の場合「N株」あるいは「ADS（American Depository Shares 米国預託株式）」）、これらの株式が海外の投資家にとって格好の投資対象となっていた<sup>5)</sup>。

これらアジア企業による海外投資家向け株式発行（とくに中国企業の場合「B株」、「H株」、「N株」など）に際して、多くの場合、日本や欧米の投資銀行が、株式の新規公開に関わる業務を行っていた。ここで日本や欧米の投資銀行が行なう業務とは、発行された株式を一括して引き受けて、売り出す業務（引き受け業務）、株式の発行場所、発行株数、発行価格を助言する業務（ファイナンシャル・アドバイザー業務）などである。

それではなぜ、日本や欧米の投資銀行が、これらの業務を行っていたのだろうか。

まず、海外投資家向け株式の新規発行業務（＝引き受け業務）を行なうと、巨額の手数料が入るので、日本や欧米の投資銀行にとっては大きな魅力であった。そのせいか、1994年から97年にかけて、中国企業の海外投資家向け株式新規公開業務を行なった海外の投資銀行が獲得した年平均手数料は、引き受け上位5社では1社平均720万米ドルに達していた<sup>6)</sup>。

高額手数料の魅力に取りつかれた、海外の投資銀行は、次々に中国企業の海外投資家向け株式の新規公開業務を手がけ、発行株式の供給過剰に手を貸す羽目となった。このような発行株式の過剰供給は、1994-95年の香港株式相場の低迷から、債券過剰発行へのシフトを引き起こし、アジア通貨危機による企業や金融機関の破綻の遠因の一つになっていたと考えられる。

そこで、1993-94年の香港株式市場とくに「H株」の発行状況を中心に見てみよう。

## 〔7〕 香港における中国企業の株式発行

### (1) 中国企業の株式発行状況

中国政府は、1978年からいわゆる「改革・開放」政策を実施し、沿海部において「経済特区」を設置し、外資を導入して中国企業との合併事業を行ない、国有企業の国際競争力を向上させようとしていた。

また、中国政府は同時に、統制価格の一部自由化などの価格改革を行ない、インフレーション問題が深刻となったものの、マクロ金融政策の整備という問題提起に繋がり、後の中国経済の高度成長路線への基礎を築いた点で高く評価できると思われる。

しかし、中国国有企業が抱える問題は、もっと根深いものであった。1980年に入ると、中国国有企業に対する財政支出部分の「企業欠損補助金」、すなわち国有企業への「赤字補助金」が恒常的に計上されるようになり、1985年には、ついに「企業欠損補助金」は507億人民元にまで達した(表7)。

中国国有企業を取り巻く経済環境は、赤字国有企業への補助金支出→賃金上昇→インフレ→赤字拡大→補助金支出増、という悪循環に陥っていた。

こうした事態を受けて、中国政府も国有企業改革に乗り出さざるを得なくなった。

当初中国政府は、銀行に融資させることによって財政負担を肩代わりさせ、問題を解決しようとしていた。そのためには、中国人民銀行を中央銀行の機能に専念させることが必要になった。同行の商工業取り引き部門を独立させて、



表7 中国の財政収支

| 年度    | 財政収入     | 財政支出     | 財政収支     | 企業欠損補助金<br>(財政収入項目) |
|-------|----------|----------|----------|---------------------|
| 1985年 | 2004億人民幣 | 2004億人民幣 | 5700万人民幣 | -507億人民幣            |
| 86    | 2122     | 2204     | -82億人民幣  | -324                |
| 87    | 2199     | 2262     | -63      | -376                |
| 88    | 2357     | 2491     | -134     | -446                |
| 89    | 2664     | 2823     | -159     | -598                |
| 90    | 2937     | 3083     | -146     | -578                |
| 91    | 3149     | 3386     | -237     | -510                |
| 92    | 3483     | 3742     | -259     | -444                |
| 93    | 4348     | 4642     | -294     | -411                |
| 94    | 5218     | 5792     | -574     | -366                |
| 95    | 6242     | 6823     | -581     | -327                |
| 96    | 7407     | 7937     | -530     | -337                |
| 97    | 8651     | 9233     | -582     | -368                |
| 98    | 9875     | 1兆783億   | -923     | -333                |
| 99    | 1兆1444億  | 1兆3187億  | -1743    | -290                |
| 2000  | 1兆3395億  | 1兆5866億  | -2491    | -278                |

(出所) 中国国家统计局編, [ 28 ], 254-247ページより作成。

表8 大規模銀行の不良債権比率(1992年)

| 順位 | 銀行名(国籍)              | 割合(%) |
|----|----------------------|-------|
| 1  | 中国銀行(中国)             | 16.18 |
| 2  | 中国工商銀行(中国)           | 15.30 |
| 3  | モルガン・ギャランティ・トラスト(米国) | 12.70 |
| 4  | 香港上海銀行(英国)           | 12.30 |
| 5  | シティ・バンク(米国)          | 11.52 |
| 6  | スイス銀行(スイス)           | 11.50 |
| 7  | バンク・オブ・アメリカ(米国)      | 11.48 |
| 8  | ドイツ銀行(ドイツ)           | 10.50 |
| 9  | スイス・ユニオン銀行(スイス)      | 10.00 |
| 10 | 中国人民建設銀行(中国)         | 9.93  |

(出所) 孔永新・馬耕之主編, [ 3 ], 256-257, 366-421ページより作成。

1984年に中国工商銀行を設立した。しかし、国有企業向け融資を期待されて設立された中国工商銀行は、多額の不良債権を抱え込んでいた。

『世界30家銀行資産負債及財務状況概覧』（中国金融出版社、1995年）によれば、1992年の中国工商銀行の不良債権比率が15.3%となっている（表8）。また中国銀行の場合、同比率は16.18%となっていた（表8）。同書によれば、中国を除く世界の50大民間銀行の場合、1992年当時不良債権比率が最も高かったのは、モルガン・ギャンティ・トラストの12.3%となっていて、中国の金融研究者は、1992年時点ですでに、中国工商・中国の両国有專業銀行の不良債権比率は相当程度高いと認識していたことになる。

実際、巨額の赤字を計上していた国有企業は、その経営体質を未だに根本的に転換できずにいたのであって、その国有企業に融資をしていた国有專業銀行が不良債権比率を高めてゆくのは半ば当然とも言えよう。

しかしこのような事態に対しては、根本的な対策がとられなければならない。さもなければ、再び政府が「企業欠損補助金」を財政支出しなければならなくなるのだ。

「人民所有制企業体制システム轉換条例」が1992年に公布されたことにより、それまで、基本的に國務院直屬の國家計畫委員會で策定された生産・販売計畫に従って経営を行ない、また政府・共産党に握られていた工場長の人事権、利益処分権、資金調達権の権限などが、92年以降少なくとも形式的には、思いきって各国有企業の現場に移譲されることになった<sup>7)</sup>。

国有企業の資金調達に関わる権限の移譲は、既に國務院が国有企業に対して株式発行による資金調達を認めることにより開始されていた。すなわち、1990年に上海で、1991年に深圳で証券取引所が開設され、国有企業自身で株式を発行して資金調達できることになっていた。

こうして、中国人投資家向けに発行され中国国内で取り引きされる「A株」、外国人投資家向けに発行され中国国内で取り引きされる「B株」、海外特に香港で外国人投資家向けに発行され香港で取り引きされる「H株」およびレッドチップ株が発行され、流通することになった。また2001年から「B株」を中国本土の中国人も購入できるようになった<sup>8)</sup>。中国企業が1992年から2000年までの間に株式を発行した総額に占める「B株」、「H株」、「N株」の割合は、多い

表9-1 中国企業の株式発行による資金調達

|       | A株(1)      | B株(2)       | H, N株(3)    |
|-------|------------|-------------|-------------|
| 1992年 | 50億人民幣     | 44億9000万人民幣 |             |
| 93    | 194億8300万  | 38億1300万    | 60億9300万人民幣 |
| 94    | 49億6200万   | 38億2700万    | 188億7300万   |
| 95    | 22億6800万   | 33億3500万    | 31億4600万    |
| 96    | 224億4500万  | 47億1800万    | 83億5600万    |
| 97    | 655億600万   | 80億7600万    | 360億        |
| 98    | 443億500万   | 25億5500万    | 37億9500万    |
| 99    | 572億6300万  | 3億7900万     | 47億1700万    |
| 2000年 | 1007億4100万 | 13億9900万    | 562億2100万   |

(出所) 中国証券監督管理委員会編, [ 8 ], 33ページより作成。

表9-2 総括表

|       | (2) + (3) = 1 | (1) + (2) + (3) = 2 | 1/2 |
|-------|---------------|---------------------|-----|
| 1992年 | 44億9000万人民幣   | 94億9000万人民幣         | 47% |
| 93    | 99億600万       | 293億8900万           | 34  |
| 94    | 227億          | 276億6200万           | 82  |
| 95    | 64億8100万      | 87億4900万            | 74  |
| 96    | 130億7400万     | 355億1900万           | 37  |
| 97    | 440億7600万     | 1095億8200万          | 40  |
| 98    | 63億5000万      | 506億5500万           | 13  |
| 99    | 50億9600万      | 623億5900万           | 0.8 |
| 2000年 | 576億2000万     | 1583億6100万          | 36  |

(出所) 表9-1と同じ。

年では1994年の82%にも達している(表9-1, 9-2)。

それでは以下, 海外資金の中国国内への流入経路となっている「B株」と「H株」の発行市場と流通市場について概観する。

## (2) 「B株」の発行状況

### 1) 概観

中国企業が国内投資家向けに発行する「A株」は, 上海では1990年から, 深圳では1991年から, 発行が開始された。また中国企業が海外の投資家向けに発

行する「B株」は、1992年から上海では米ドル建てで、深圳では香港ドル建てで取り引きが開始された。

「B株」を購入することができる投資家は、中国国外（日本、欧米、南米、アフリカ、香港、台湾、マカオなど）の法人・個人を対象としており、外国の証券会社が介在して海外で募集される。表10-1、10-2、10-3にみられるように、海外主幹事には、日本や欧米、香港などの証券会社、投資銀行がその任にあっている。また、96年からは海外に定住する中国国民も「B株」を購入することができるようになった<sup>91)</sup>。

また1992年に中国國務院（日本の内閣にあたる）は、中国の国有企業に対して海外の証券取引所に株式を上場して（株式を発行し）、資金調達することを許可した。株式を発行できる場所は、香港、ニューヨーク、東京、ロンドン、シンガポールなどである。

ただし、中国企業が発行した株式全体で見ると、「A株」、「B株」、「H株」などの流通株は全体の36%程度で、相変わらず、投資家が購入することができない国家株、国家法人株が発行株の大きな割合を占めている<sup>10)</sup>。しかしながら、中国企業にとって、必要な時に必要な資金が調達できるという、資金調達の機動性を確保する上で流通株の果たす役割は決して小さくないと思われる。

## 2) 発行市場

「B株」発行市場の構成メンバーは、発行主体である輸出を行なっている中国企業、「B株」を引き受ける国内外の証券会社および金融機関である。2001年10月10日現在までで、上海証券取引所で上場されている「B株」は54銘柄、深圳証券取引所に上場されている「B株」は59銘柄となっている<sup>11)</sup>。

「B株」を引き受けている金融機関は表10-1、10-2のようになっている。「B株」は、購入できるのは外国人であるが、中国国内で取り引きされるために、引き受け主幹事には中国国内の証券会社と外国の金融機関が指名される。表10-1、10-2に主幹事に中国と外国の金融機関が入っているのはそのためである。特に、ほとんどの中国の証券会社は、香港に支店を持つ申銀万国証券などごく一部の証券会社を除いて、外国人投資家に「B株」を売りさばく販売網を持ち合わせていない。

したがって、外国人投資家を対象に販売網を持つ海外の証券会社や金融機関

が主幹事となっている。なお、「B株」を引き受けていた海外の金融機関別の内訳は表10-3の通りである。

### 3) 流通市場

「B株」の流通市場の主役は、「B株」を購入する外国人投資家と「B株」を販売する外国の金融機関である。上節で見たように、「B株」に投資できる投資家は、中国国外（日本、欧米、南米、アフリカ、台湾、香港、マカオなど）の個人・法人となっていたが、2001年から中国本土の中国人も購入できるようになった。これらの投資家に中国本土や欧米、日本・香港・台湾の証券会社、金融機関が「B株」を販売することになる。

本節では、欧米の金融機関のなかでも最も資産運用情報の開示度が高いと思われる ABN アムロ・アセット・マネジメントの「チャイナ・エクイティ・ファンド」のポートフォリオを見ながら、機関投資家が「B株」をどのように運用しているのか検討する。

その前にまず ABN アムロ・ファンズの概要について見てみよう。

#### a) ABN アムロ・ファンズ

ABN アムロ・ファンズの支店窓口と販売代理店は、欧州、アジア、ラテン・アメリカに展開している。特に欧州では、18カ国・地域に展開していて、同ファンズが欧州の顧客を獲得することに注力していることが確認される（表11）。同ファンズは、欧州、アジア、ラテン・アメリカの20カ国・地域に展開している支店窓口と販売代理店を通じて、36本のミューチュアル・ファンドの受益証券（「A株」）を販売し（表12）、調達した資金で68億2900万米ドルの証券に投資している（表13）。

「チャイナ・エクイティ・ファンド」は、ABN アムロ・ファンズの欧州、アジア、ラテン・アメリカの支店窓口と販売代理店を通じて売り出されている。

#### b) 「チャイナ・エクイティ・ファンド」

1998年10月31日と2000年4月30日および2001年4月30日の運用実績を見ると、上海大衆タクシー、東方通信（イースタン・コミュニケーションズ）、上海 ZH 港湾設備、無錫リトル・スワンの4銘柄をいづれの時点においても保有している（表14）。つまり ABN アムロ・ファンズ「チャイナ・エクイティ・

表10-1 上海証券取引所上場「B株」引き受け金融機関一覧

|       | 調達金額          | 上場期日     | 引き受け主幹事 | 国際協調人                        |
|-------|---------------|----------|---------|------------------------------|
| 真空電子  | 71.00 (百万米\$) | 92.2.21  | 申銀証券    | スイス銀行                        |
| 二紡機   | 76.25         | 92.7.1   | 万国証券    | メリルリンチ                       |
| 大衆出租  | 16.30         | 92.7.22  | 申銀証券    | スタンダード                       |
| 永生制筆  | 20.90         | 92.7.22  | 海通証券    | NM ロスチャイルド, スミス・<br>ニューコート証券 |
|       | 13.13         | 92.7.28  | 申銀証券    | 山一国際                         |
| 中紡機   | 42.28         | 92.7.28  | 申銀証券    | スイス銀行                        |
| 交帯股份  | 13.25         | 92.7.28  | 申銀証券    | スイス銀行                        |
| 気減化工  | 191.52        | 92.8.20  | 申銀証券    | NM ロスチャイルド, スミス・<br>ニューコート証券 |
| 輪胎橡胶  | 187.00        | 92.8.28  | 申銀証券    | スイス銀行                        |
| 冷蔵庫圧縮 | 23.05         | 93.1.18  | 申銀証券    | BZW 証券                       |
| 浦東金橋  | 37.84         | 93.5.31  | 海通証券    | ジャーディン                       |
| 外高橋   | 32.30         | 93.7.26  | 申銀証券    | ウオードレー                       |
| 聯華合千  | 11.40         | 93.9.28  | 万国証券    | ホア・ゴベット                      |
| 新錦江   | 34.11         | 93.10.18 | 海通証券    | ジャーディン                       |
| 上海永久  | 21.30         | 93.11.15 | 申銀証券    | NM ロスチャイルド, スミス・<br>ニューコート証券 |
| 鳳皇    | 40.46         | 93.11.19 | 万国証券    | スタンダード                       |
| 海欣    | 24.50         | 93.12.8  | 申銀証券    | 新鴻基国際                        |
| 耀華    | 72.00         | 93.12.10 | 万国証券    | ベアリングス                       |
| 大江股份  | 14.08         | 93.12.15 | 申銀証券    | NM ロスチャイルド, スミス・<br>ニューコート証券 |
| 上柴股份  | 52.30         | 93.12.28 | 申銀証券    | NM ロスチャイルド, スミス・<br>ニューコート証券 |
| 英雄    | 15.37         | 93.12.28 | 万国証券    | ベレグリン                        |
| 三毛    | 11.30         | 93.12.31 | 申銀証券    | クレディリヨネ                      |
| 友誼    | 17.60         | 94.1.5   | 申銀証券    | クレディリヨネ                      |
| 工縫    | 31.50         | 94.1.18  | 万国証券    | クロスビー証券                      |
| 上菱    | 52.50         | 94.1.31  | 万国証券    | メリルリンチ                       |
| 銅管    | 31.84         | 94.3.15  | 万国証券    | スタンダード                       |
| 物質    | 12.90         | 94.3.30  | 万国証券    | クレディリヨネ                      |
| 自儀    | 17.36         | 94.4.29  | 万国証券    | ホア・ゴベット                      |
| 国旅    | 21.60         | 94.9.28  | 申銀証券    | ベレグリン                        |
| 郵通    | 23.76         | 94.10.20 | 建設銀上海信託 | クロスビー証券                      |
| 水仙    | 26.50         | 94.11.10 | 万国証券    | 山一国際                         |
| 上海陸家  | 133.60        | 94.11.12 | 万国証券    | 野村, ホア・ゴベット                  |
| 華新    | 20.27         | 94.12.9  | 万国証券    | クレディリヨネ                      |
| 新亜    | 35.00         | 94.12.15 | 申銀証券    | ウオードレー                       |

(原典) 上海証券取引所

(出所) 中国証券監督管理委員会編, (27), 54-55ページ。

表10-2 深圳証券取引所上場「B株」引き受け金融機関一覧

|          | 調達金額            | 上場期日     | 共同主幹事           | 共同主幹事                       |
|----------|-----------------|----------|-----------------|-----------------------------|
| 万科企業股份   | 473.85 (百万HK\$) | 93.5.28  | 君安証券            | スタンダード                      |
| 金田実業(集团) | 406.98          | 93.6.29  | 君安証券            | 建設銀行財務                      |
| 深圳市物発展   | 159.00          | 92.3.30  | 深圳国際信託          | クレディリヨネ                     |
| 中国南破集团   | 84.80           | 92.2.28  | 深圳国際信託          | ホア・ゴベット                     |
| 深圳市石油化工  | 64.20           | 92.5.6   | 深圳国際信託          | クレディリヨネ                     |
| 深圳中浩(集团) | 49.92           | 92.6.25  | 深圳招商銀行          | クレディリヨネ                     |
| 深圳康佳電子   | 55.00           | 92.3.27  | 深圳国際信託          | スタンダード                      |
| 深圳中華自転車  | 153.70          | 92.3.31  | 深圳国際信託          | スタンダード                      |
| 深圳中冠紡績   | 50.00           | 92.6.16  | 深圳国際信託          | ウオードレー                      |
| 深圳深宝実業   | 64.80           | 92.10.12 | 深圳特区証券          | クロスビー証券                     |
| 深圳華発電子   | 188.66          | 92.4.28  | 中国銀深圳信託         | ペレグリン                       |
| 深圳赤湾港航   | 113.20          | 93.5.5   | 君安証券            | スタンダード                      |
| 蛇口招商港務   | 161.50          | 93.6.7   | 招商銀行            | ジャーディン                      |
| 深圳市特力    | 80.60           | 93.6.21  | 深圳国際信託          | 新鴻基投資                       |
| 深圳飛亜達    | 52.20           | 93.6.3   | 深圳特区証券          | スタンダード                      |
| 深圳市益力礦泉  | 63.40           | 93.8.9   | 深圳国際信託          | ホア・ゴベット                     |
| 深深房      | 350.00          | 94.1.10  | 南方証券            | ウオードレー                      |
| 深圳市莱英達   | 105.00          | 93.9.29  | 深圳国際信託          | ペレグリン                       |
| 深圳南山熱電   | 146.15          | 94.11.28 | 招商銀行証券部         | ——                          |
|          | 97.50           | 94.3.23  | 招商銀行証券部<br>南方証券 | ——                          |
|          | 42.38           | 94.5.30  | 君安証券            | 順威証券                        |
|          | 66.75           | 94.8.15  | 南方証券            | クレディリヨネ,<br>大字証券            |
| 夏門仙坤実業   | 188.40          | 93.6.30  | 君安証券            | スタンダード,<br>ホア・ゴベット,<br>山一国際 |
|          | 118.21          | 93.7.20  | 中国銀深圳信託         | ペレグリン                       |

(原典) 深圳証券取引所

(出所) 中国証券監督管理委員会編, 56-57ページ。

表10-3 海外引き受け主幹事の概要

|                     | 本店所在地など        | 備 考   |
|---------------------|----------------|---|
| スタンダード・チャータード・アジア   | 英国。銀行系証券子会社。   |   |
| NM ロスチャイルド          | 同上。マーチャント・バンク  | 1996年に、オランダ金融グループ大手ABN アムロと業務提携。  |
| スミス・ニューコート          | 同上             | 1995年8月に、アメリカ投資銀行大手メリルリンチに買収される。  |
| パークレイズ・デ・ズート・ウエッド   | 同上。銀行系証券子会社。   | 1997年に、株式業務から撤退し、パークレイズ・キャピタル・グループとして再出発。   |
| ジャーディン・フレンジ         | 同上。マーチャント・バンク。 |   |
| ベアリング証券             | 同上             | 1995年3月に、オランダ金融コングロマリットING グループに買収される。  |
| ホア・ゴベット証券           | 同上             | 1992年に、ABN アムロに買収される。   |
| SG ウオーバーク           | 同上             | 1995に、スイス銀行大手スイス銀行に買収される。   |
| 山一インターナショナル         | 日本。総合証券会社。     |   |
| 野村インターナショナル         | 同上             |   |
| 大宇国際                | 韓国             |   |
| 中国建設財務              | 中国             |   |
| クレディ・リヨネ証券          | フランス。          |   |
| ペレグリン               | 香港投資銀行         | 1998年1月に、事業精算。同年2月に、フランス銀行大手パリ国立銀行に買収される。   |
| 新鴻基（サンフンカイ）         | 同上             |   |
| メリルリンチ              | 米国総合証券         |   |
| スミス・バーニー            | 同上             | 1997年に、アメリカ金融コングリマリット、トラベラーズ・グループが買収。1997年にトラベラーズGが、米証券大手ソロモン・ブラザーズを買収し、ソロモン・スミス・バーニーが誕生。 |
| リーマン・ブラザーズ          | 同上投資銀行         |   |
| モルガン・グレンフェル         | 英国。マーチャントバンク   |   |
| スイス銀行               | スイス。商銀         |   |
| クレディ・スイス・ファースト・ボストン |                |   |
| ウオードレー              |                |   |

(出所) 経済企画庁編, [ 44 ], 162ページ。



表11 ルクセンブルグ証券取引所に上場した  
ABN アムロ・ファンズの販売代理店

| 国・地域           | 代理店                                 | 国・地域                    | 代理店                                     |
|----------------|-------------------------------------|-------------------------|---|
| (欧州)<br>オーストリア | ABN アムロ・バンク<br>(エステエル・ライヒ)<br>A.G.  | ジャージー島                  | ABN アムロ・バンク<br>(ジャージー島)                 |
| ベルギー           | ABN アムロ・バンク<br>(ベルギー) N.V.          | リヒテンシュ<br>タイン           | LGT バンク AG                              |
| チェコ共和国         | ABN アムロ・ポート<br>フォリオ・マネジメン<br>ト S.A. | ルクセンブル<br>グ             | ABN アムロ・バンク<br>(ルクセンブルグ)                |
| フィンランド         | アルフレッド・ベルグ・<br>オマイスーデンホイト・<br>オイ    | ノルウェイ                   | アルフレッド・ベルグ・<br>カピタルフォルバルト<br>ニング ASA    |
| フランス           | バンク・ド・ノイフリー<br>ゼ・シュルンベルジェ           | スペイン                    | ABN アムロ・バンク・<br>スクルサル・エン・エ<br>スパーニャ     |
| ドイツ            | ABN アムロ・バンク<br>(ドイツランド)<br>A.G.     | スイス                     | ABN アムロ・バンク・<br>(シュバイツ)                 |
| ジブラルタル         | ABN アムロ・バンク<br>N.V.、ジブラルタル          | オランダ                    | ABN アムロ・バンク<br>N.V.                     |
| ギリシャ           | ABN アムロ・バンク<br>N.V.                 | 英国                      | ABN アムロ・バンク<br>N.V.                     |
| アイルランド         | ABN アムロ・バンク<br>N.V.                 | (アジア・ラ<br>テンアメリカ)<br>チリ | ABN アムロ・バンク・<br>(チリ)                    |
| イタリア           | ABN アムロ・バンク<br>N.V.                 | 香港                      | ABN アムロ・アセッ<br>ト・マネジメント (ア<br>ジア) リミテッド |

(出所) ABN アムロ・ファンズ, [ 31 ], 1 ページ。

表12 ABN アムロ・ファンズの受益証券（「A株」）発行株数

| ファンド名                            | 発行株数                      | ファンド名                       | 発行株数                     |
|----------------------------------|---------------------------|-----------------------------|--------------------------|
| グローバル・エクイティ・ファンド                 | 288万3861株<br>(55.34US\$)  | ジャパン・エクイティ・ファンド             | 669万4632株<br>(48.40US\$) |
| グローバル・エマージング・マーケット・エクイティ・ファンド    | 1181万7298<br>(40.34US\$)  | ビヘービュラル・ファイナンス・ジャパン・ファンド    | 35万8565<br>(5598.40JPY)  |
| グローバル・インフォメーション・ソサエティ・エクイティ・ファンド | 227万6125<br>(70.79US\$)   | ジャーマニー・エクイティ・ファンド           | 362万620<br>(207.37EURO)  |
| グローバル・ライフ・ソサエティ・エクイティ・ファンド       | 37万6547<br>(59.57US\$)    | スイスランド・エクイティ・ファンド           | 83万8304<br>(261.74CHF)   |
| グローバル・リソース・ソサエティ・エクイティ・ファンド      | 33万9287<br>(74.84US\$)    | ネーデルランズ・エクイティ・ファンド          | 253万4165<br>(56.68EURO)  |
| グローバル・プロパティ・エクイティ・ファンド           | 12万30<br>(51.69US\$)      | イタリア・エクイティ・ファンド             | 25万4621<br>(120.18EURO)  |
| バイオテク・ファンド                       | 118万7979<br>(37.15US\$)   | ブラジル・エクイティ・ファンド             | 26万1276<br>(46.03US\$)   |
| ファーマ・ファンド                        | 107万8003<br>(48.15US\$)   | グローバル・ボンド・ファンド              | 201万2409<br>(70.47US\$)  |
| ラテン・アメリカ・エクイティ・ファンド              | 285万5449<br>(49.89US\$)   | グローバル・エマージング・マーケット・ボンド・ファンド | 222万7353<br>(80.72US\$)  |
| ノース・アメリカ・エクイティ・ファンド              | 165万2388<br>(116.42US\$)  | ハイ・イールド・ボンド・ファンド            | 36万6806<br>(48.17EURO)   |
| エイジアン・タイガース・エクイティ・ファンド           | 184万5631<br>(39.00US\$)   | ユオロップ・ボンド・ファンド              | 784万5446<br>(79.57EURO)  |
| ユオロップ・エクイティ・ファンド                 | 1092万2767<br>(150.68US\$) | ユーロ・ボンド・ディスクリビューション・ファンド    | 69万2980<br>(55.51EURO)   |
| ユオロップ・エクイティ・グロース・ファンド            | 340万4538<br>(39.05EURO)   | ユーロ・ボンド・ファンド                | 915万4364<br>(59.82EURO)  |
| ユーロ・エクイティ・ファンド                   | 578万7965<br>(60.84EURO)   | ラテン・アメリカ・ボンド・ファンド           | 30万3714<br>(67.61US\$)   |
| スモール・カンパニーズ・ユオロップ・エクイティ・ファンド     | 110万8031<br>(40.27EURO)   | USボンド・ファンド                  | 386万6788<br>(76.78US\$)  |
| ビヘービュラル・ファイナンス・ファンド              | 11万7286<br>(38.28EURO)    | アジア・ボンド・ファンド                | 19万2273<br>(62.68US\$)   |
| イースタン・ユオロップ・エクイティ・ファンド           | 167万4825<br>(96.90EURO)   | インタレスト・グロース・ファンド-EURO       | 253万3008<br>(55.48EURO)  |
| チャイナ・エクイティ・ファンド                  | 232万8477<br>(55.29US\$)   | インタレスト・グロース・ファンド-USD        | 118万7277<br>(73.56US\$)  |

(注) カッコ内は、1受益証券当たりの純資産額。受益証券発行枚数×1受益証券当たりの純資産額が、ABNアムロ・ファンズの純資産額に相当すると思われる。

(出所) カッコ内：ABNアムロ・ファンズ，〔31〕，4-5ページ。それ以外：〔31〕，54ページ。

表13 ABN アムロ・ファンズの純資産総額

| ファンド名                            | 発行株数          | ファンド名                       | 発行株数          |
|----------------------------------|---------------|-----------------------------|---------------|
| グローバル・エクイティ・ファンド                 | 1億5960万 US \$ | ジャパン・エクイティ・ファンド             | 3億2400万 US \$ |
| グローバル・エマージング・マーケット・エクイティ・ファンド    | 4億7670万 US \$ | ビヘービュラル・ファイナンス・ジャパン・ファンド    | 20億740万 JPY   |
| グローバル・インフォメーション・ソサエティ・エクイティ・ファンド | 1億6110万 US \$ | ジャーマニー・エクイティ・ファンド           | 7億5080万 EURO  |
| グローバル・ライフ・ソサエティ・エクイティ・ファンド       | 2240万 US \$   | スイスランド・エクイティ・ファンド           | 2億1940万 CHF   |
| グローバル・リソース・ソサエティ・エクイティ・ファンド      | 2540万 US \$   | ネーデルランズ・エクイティ・ファンド          | 1億4360万 EURO  |
| グローバル・プロパティ・エクイティ・ファンド           | 620万 US \$    | イタリア・エクイティ・ファンド             | 3060万 EURO    |
| バイオテック・ファンド                      | 4410万 EURO    | ブラジル・エクイティ・ファンド             | 1200万 US \$   |
| ファーマ・ファンド                        | 5190万 EURO    | グローバル・ボンド・ファンド              | 1億4180万 US \$ |
| ラテン・アメリカ・エクイティ・ファンド              | 1億4240万 US \$ | グローバル・エマージング・マーケット・ボンド・ファンド | 1億7980万 US \$ |
| ノース・アメリカ・エクイティ・ファンド              | 1億9240万 US \$ | ハイ・イールド・ボンド・ファンド            | 1770万 EURO    |
| エイジアン・タイガース・エクイティ・ファンド           | 7200万 US \$   | ユオロップ・ボンド・ファンド              | 6億243万 EURO   |
| ユオロップ・エクイティ・ファンド                 | 16億4580万 EURO | ユーロ・ボンド・ディスクリビューション・ファンド    | 3850万 EURO    |
| ユオロップ・エクイティ・グロース・ファンド            | 1億3300万 EURO  | ユーロ・ボンド・ファンド                | 5億4760万 EURO  |
| ユーロ・エクイティ・ファンド                   | 3億5210万 EURO  | ラテン・アメリカ・ボンド・ファンド           | 2050万 US \$   |
| スモール・カンパニーズ・ユオロップ・エクイティ・ファンド     | 4460万 EURO    | US ボンド・ファンド                 | 2億9690万 US \$ |
| ビヘービュラル・ファイナンス・ファンド              | 450万 EURO     | アジア・ボンド・ファンド                | 1210万 US \$   |
| イースタン・ユオロップ・エクイティ・ファンド           | 1億6230万 EURO  | インタレスト・グロース・ファンド-EURO       | 1億4050万 EURO  |
| チャイナ・エクイティ・ファンド                  | 1億2880万 US \$ | インタレスト・グロース・ファンド-USD        | 8730万 US \$   |

(注) 2001年4月30日時点での、ルクセンブルグ証券取引所に上場された ABN アムロ・ファンズの純資産総額は、68億2900万 US \$ であった。

(出所) (注): ABN アムロ・ファンズ, [ 31 ], 6 ページ。それ以外: [ 31 ], 4-5 ページ。

表14 ABN アムロ・ファンズ、チャイナ・エクイティ・ファンド購入「B株」一覧

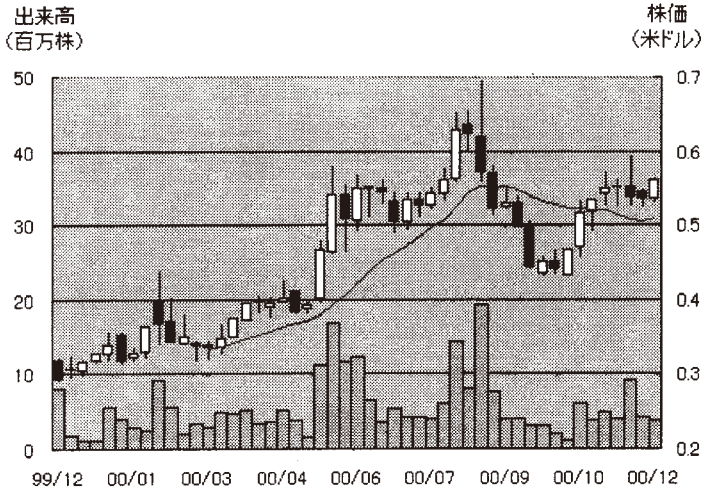
| 購入銘柄                 | 購入株数<br>(1998/10/31) | 購入株数<br>(2000/4/30) | 購入株数<br>(2001/4/30) | 海外主幹事                   | 発行年月    |
|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|-------------------------|---------|
| 上海大衆タクシー             | 235万5040株            | 235万5040株           | 225万5040株           | スタンダード・<br>チャータード<br>証券 | 1992/7  |
| イースタン・コミュニ<br>ケーションズ | 179万6000             | 200万                | 200万                | ペレグリン                   | 1996/7  |
| 黄山ツーリズム開<br>発        | 119万                 | 313万5000            | —                   | ペレグリン                   | 1996/10 |
| 南京郵電通信設備             | 398万1500             | —                   | —                   | ABN アムロ                 | 1997/4  |
| 上海 Zhenhua 設<br>備    | 229万                 | 328万9000            | 228万5000            | ABN アムロ                 | 1994/7  |
| 黒龍江電力                | 257万9700             | —                   | —                   |                         |         |
| 内モン ED カシ<br>ミヤ      | 350万                 | —                   | —                   |                         |         |
| 上海タイヤ&ラバー            | 296万2553             | —                   | —                   |                         |         |
| 内モンイタル石炭             | 347万9000             | —                   | —                   | ジャーディン・<br>フレミング        | 1997/8  |
| 無錫リトルスワン             | 161万4360             | 161万4360            | 161万4360            |                         |         |
| 大連冷蔵                 | —                    | —                   | 60万                 |                         |         |
| 広東電力開発               | —                    | —                   | 150万                |                         |         |
| 浙江南東電力               | —                    | —                   | 400万                |                         |         |

(出所) ABNアムロ・ファンズ, [31]。

ファンド」は、この4銘柄を長期間保有し続けていることになる。これら4銘柄の株価の推移を見てみると、2001年1年間の推移は不明であるが、2002年5月24日時点では、いずれの株価も上昇傾向にある(表15-1, 15-2, 15-3, 15-4)。

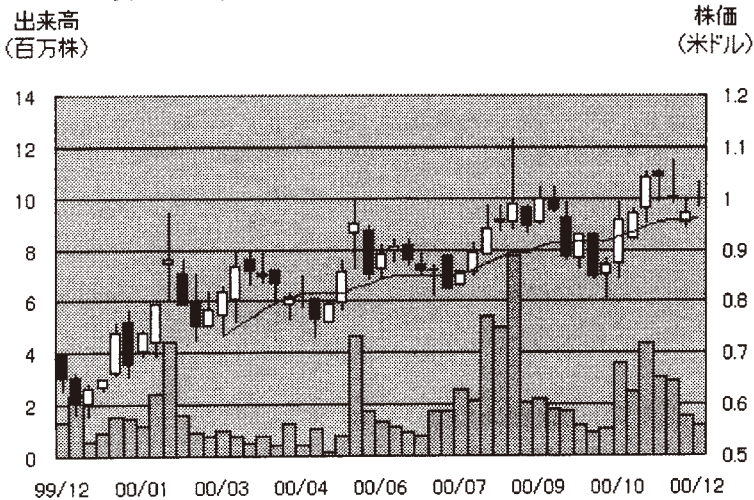
これらの諸点より、ABNアムロ・ファンズ「チャイナ・エクイティ・ファンド」は、「B株」4銘柄を長期間保有し、これら4銘柄の株価維持に貢献したと考えられる。また同社の投資行動は、以降の「B株」の発行及び上場の条件をより良いものにしてきたとも考えられる。

表15-1 上海大衆タクシー(900903)週足(13週移動平均線)



(注) 2002年5月24日時点の同社「B株」株価は、0.836米ドル。  
 (出所) 2000年12月24日時点の株価：平岡証券ウェブサイト、(<http://hira.searchchina.ne.jp/kabuka>)。2002年5月24日時点の株価：平岡証券ウェブサイト、[12]。

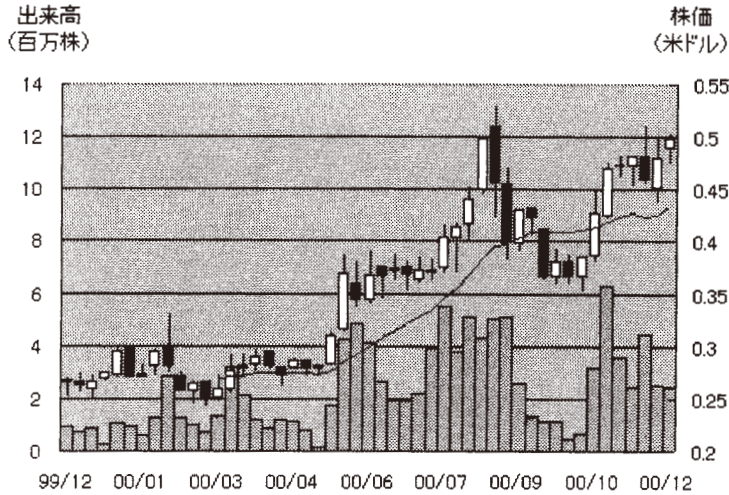
表15-2 東方通信(900941)週足(13週移動平均線)



(注) 2002年5月24日時点の同社「B株」株価は、1.058米ドル。  
 (出所) 表15-1と同じ。



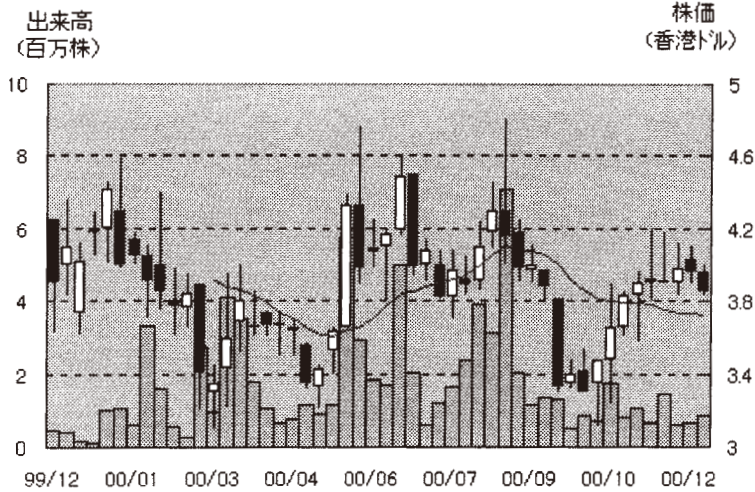
表15-3 上海 ZH 港湾設備 (900947) 週足 (13週移動平均線)



(注) 2002年5月24日時点の同社「B株」株価は、0.942米ドル。

(出所) 表15-1と同じ。

表15-4 無錫リトルスワン (2418) 週足 (13週移動平均線)



(注) 2002年5月24日時点の同社「B株」株価は、4.760香港ドル。

(出所) 表15-1と同じ。

以上、「B株」の流通市場における ABN アムロ・ファンズ「チャイナ・エクイティ・ファンド」の役割について検討してきたが、次節では発行額の多い「H株」について検討する。

### (3) 「H株」

#### 1) 概観

中国の国有企業が香港で発行し、香港証券取引所に上場された「H株」の発行状況について詳しく見てみよう。

1987年10月の世界的株式大暴落、1989年6月の天安門事件の影響によって、87-89年にかけて香港の株式市況は低迷した。しかし、中国情勢が落ち着きを取り戻すとともに、香港の株式市況も上昇に転じた。とくに1993年の第4四半期頃から、華南経済圏を中心として、香港が将来中国の高成長の恩恵を最も受けるのではないかとの予測から、アメリカの資金が大量に香港株式市場に流入し、ハンセン指数は94年1月4日にそれまでの最高値1万2210.19ポイントを記録した。しかしその後、香港返還をめぐる中英両国政府間で意見の対立する局面があり、ハンセン指数は再び調整局面に入り、94年10月～95年9月には、1万ポイントを下回る水準で推移した<sup>12)</sup>。

1993年7月15日に、中国国有企業の青島ビールが、香港証券取引所へ「H株」第一号を上場したのは、香港の株式市況がちょうど好転しつつある時期に当たる。このように香港の株式市況が好転しつつあるという状況を反映して、93年中に新規公開された「H株」の発行状況は次のようであった(表16)。

表16に見られるように、「H株」の発行は基本的には香港であるが、1993年から94年にかけて発行された15本の「H株」のうち10本が香港と海外の投資家に向けて発行されていて、主幹事も日本や欧米の証券会社・投資銀行であった。

そこで、とくに日本や欧米の金融機関が主幹事となっていた「H株」の発行事例を検討しながら、「H株」の発行市場がどのように形成されていたのかを見てみよう。

#### 2) 東方電機

まず表16の中から、94年6月6日に香港証券取引所に株式が上場された、東

表16 香港証券取引所上場「H株」引き受け金融機関一覧

|        | 上場期日     | 調達金額         | 応募倍率    | 調達地域<br>(香港/海外) | 主幹事         |
|--------|----------|--------------|---------|-----------------|-------------|
| 青島ビール  | 93.7.15  | 889 (百万HK\$) | 109.470 | 100/0           | 中国建設財務      |
| 上海石油化工 | 93.7.26  | 2663         | 0.730   | 31/69           | メルリリンチ      |
| 北人印刷   | 93.8.6   | 208          | 24      | 100/0           | スタンダード      |
| 広州広船国際 | 93.8.6   | 302          | 76      | 100/0           | ペレグリン       |
| 安徽馬鞍山鋼 | 93.11.3  | 3934         | 68.700  | 25/75           | ウオードレー      |
| 昆明機床   | 93.12.7  | 129          | 628     | 100/0           | ベアリングス      |
| 儀征化繊   | 94.3.29  | 2380         | 20      | 30/70           | ウオーバーク      |
| 渤海化工   | 94.5.17  | 408          | 0.003   | 100/0           | ジャーディン      |
| 東方電機   | 94.6.6   | 481.1        | 14      | 66.2/33.8       | 野村インターナショナル |
| 洛陽ガラス  | 94.7.8   | 912.2        | 0.020   | 27.4/72.6       | 中国建設財務      |
| 慶鈴自動車  | 94.8.17  | 1035         | 23.500  | 20/80           | スミス・バーニー    |
| 海興輪船   | 94.11.11 | 1576.8       | 14      | 20/80           | モルガン        |
| 鎮海煉化   | 94.12.2  | 1428         | 6       | 25/75           | ベアリングス      |
| 成都ケーブル | 94.12.13 | 448          | 5.900   | 75/25           | クレディ・リヨネ    |
| ハルビン設備 | 94.12.16 | 1210         | 0.400   | 20/80           | ウオーバーク      |

(原典) 中国証券監督管理委員会海外上場部

(出所) 中国証券監督管理委員会編, [27], 58ページ。

方電機について見てみよう。東方電機の資金調達地域は、香港66.2%・それ以外の海外33.8%となっている。表16, 17によれば、同社「H株」発行にあたってのマネージャーは野村証券の国際業務部門である野村インターナショナルである。

株式や債券を発行する場合、証券仲介業者（以下仲介業者、ここでは野村インターナショナルを指す）は様々な役割を担うことになる<sup>13)</sup>。

まず仲介業者は、資金需要の発掘・予測に基づいた上で、資金需要を満たす発行証券の種類・期間・金利・発行の時期・場所などを決定する。このような機能を果たす仲介業者のことをファインダーと呼ぶ。

また、ファインダーの役割を障害なく行なうには、仲介業者が発行者との日常的な接触や助言を行なっていることが求められる。仲介業者に求められるこのような活動をファイナンシャル・アドバイザー業務と言う。

ファイナンシャル・アドバイザー業務などを通じて、ファインダーとしての活動を担っている仲介業者は、多くの場合、発行会社と協議してニーズに合致



した金融商品を企画・開発し、発行会社と契約して市場に送り出すことになる。仲介業者が担うこのような機能をオリジネーションと呼び、このような機能を担う仲介業者のことをオリジネーターと呼ぶ。

通常オリジネーターは、証券発行にあたって、シンジケート（証券引き受け団）を組織して、その幹事（マネージャー）となり、シンジケートを代表して発行会社と引き受け契約を結ぶ<sup>14)</sup>。

東方電機の「H株」発行の場合では、野村インターナショナルが、オリジネーター、引き受けシンジケート団のマネージャーとして、4億8110万香港ドルの「H株」を香港で66.2%、それ以外の海外で33.8%を売りさばくという契約を東方電機との間で取り交わしていたことになる。

また野村インターナショナルは、東方電機の「H株」発行にあたって、自社を含めて14社から成る引き受けシンジケート団を結成している（表17）。表17によれば、引き受け金融機関の本店所在国が、日本、イギリス、フランス、ドイツ、スペイン、シンガポールなどにあり、これらの国々の投資家に東方電機「H株」発行分のうち33.8%を販売したことになる。

次に、同社「H株」引き受けシンジケート団の役割とメンバーの特徴について検討してみよう。表17によれば、シンジケート団の運営責任者は、野村インターナショナルで、同社が、シンジケート団へ参加する金融機関を最終的に決定し、シンジケート団のマネージャーとして発行会社の東方電機と引き受け金融機関との間で、「H株」の発行・引き受け条件を協議して契約を締結することになる。

では、このシンジケート団とは一体どのような機能を果たすのであろうか。シンジケート団の役割を明らかにするには、証券仲介業者が行なう引き受け業務について確認する必要がある。

引き受け業務とは、仲介業者が、証券を発行した発行会社から証券を一括して引き受ける業務である。引き受け業務には、仲介業者が他にその証券の購入者がいない場合にも、証券の流動性を保証するという役割が含まれている。仲介業者は、まず一括して証券を引き受けることにより、発行会社が自ら販売した場合に生ずる恐れのある証券の売れ残りリスクを引き受けるという役割を担うことになる。

表17 東方電機「H株」引き受け金融機関概要

| 金融機関                       | 役割                            |                    | 本店所在地  |
|----------------------------|-------------------------------|--------------------|--------|
| 野村インターナショナル                | マネージャー,<br>スポンサー, 引<br>き受け主幹事 | 総合証券会社             | 日本     |
| SG ウォーバーク                  | 引き受け主幹事                       | マーチャントバンク          | 英国     |
| ジャーディン・フレミング               | 〃                             | 〃                  | 〃      |
| シュローダース・アジア                | 〃                             | 〃                  | 〃      |
| ブルアジア DBS                  | 〃                             | 銀行系証券子会社           | シンガポール |
| CEF キャピタル                  | 〃                             | —                  |        |
| チャイナ・デベロップメ<br>ント・ファイナンス   | 〃                             | 中国銀行の在香港投<br>資銀行部門 | 中国/香港  |
| ホアゴベット・アジア・<br>リミテッド       | 〃                             |                    | 英国     |
| ウオードレー・コーポレ<br>ート・ファイナンス   | 〃                             |                    |        |
| ベアリング・ブラザース                | 引き受け副幹事                       | マーチャント・バンク         | 英国     |
| クレディリヨネ証券                  | 〃                             | 銀行系証券子会社           | フランス   |
| ドイツ銀行キャピタルマー<br>ケッツ・アジア    | 〃                             | 〃                  | ドイツ    |
| ファースト・シャンハイ・<br>キャピタル      | 〃                             |                    |        |
| サンタンデール・インベ<br>ストメント・証券アジア | 〃                             | 銀行系証券子会社           | スペイン   |

(出所) 財団法人日本証券経済研究所編, [ 6 ], 49ページより作成。

この場合、一括して証券を引き受けた仲介業者は、証券が売れ残らないように、複数の仲介業者に呼び掛けて証券引き受け団を結成する。これがシンジケート団である。証券を引き受ける仲介業者が多数シンジケート団に結集し、個々の仲介業者が多数の顧客に証券を販売することが可能ならば、証券の価格を引き下げて手数料収入が減少するかもしれないという心配をする必要もなくなる。したがって、シンジケート団のマネージャーは、優良顧客を多数抱えている仲介業者をシンジケート団に結集しようと努力することになる<sup>15)</sup>。

通常、引き受け業務（アンダーライター業務）には、証券発行計画の立案（オリジネーター業務）、一括引き受け（アンダーライター業務）、分売（ディストリビューション業務）の3つが含まれている。このように、仲介業者が発

行証券の流動性を保証することによって、証券の大口取り引きが初めて可能になるものであり、そこでの中心的な業務である証券引き受け業務は、投資銀行業務の重要な業務の一つである。

再び表17に目を移すと、野村インターナショナル、S. G. ウオーバーク、ジャーディン・フレミング、シュローダーズ・アジア、プルアジア・DBS、CEF キャピタル、チャイナ・デベロップメント・ファイナンス、ホアゴベット・アジア・リミテッド、ウオードレー・コーポレート・ファイナンスの9社は、引き受け主幹事となっていて、それ以外の5社は引き受け副幹事となっている。通常、引き受け主幹事は、大きい割合で引き受けることができる有力な仲介業者と考えられる。この場合では、野村インターナショナルがあらかじめ組織しやすい9社を組織した上で、のこりの5社と契約して残りを引き受けさせたのではないかと思われる。

また、シンジケート団のメンバーの中でSG ウオーバーク、ジャーディン・フレミング、ウオードレー・コーポレート・ファイナンス、ベアリング・ブラザーズ、クレディ・リヨネ、ドイツ銀行キャピタル・マーケット・アジアの6社は、ほかの中国企業が発行した「H株」を引き受けていて、いずれも主幹事の座を獲得していた。

最後に、発行プレミアムについて見てみよう。発行プレミアムとは、「H株」を香港証券取引所に上場する際に決まる1「H株」当たりの価格＝上場日価格と、主幹事仲介業者が株式発行時に設定した発行価格の差額に、発行株数を掛けて算出されたものである。このようにして算出された発行プレミアムを表18で見ると、東方電機の場合には、5865万香港ドルとなる。

当時、アジアの株式公開業務で主導的な役割を果たしていた欧州の大手投資銀行の一つING ベアリングス上海支店の責任者リチャード・グラハムによれば、日本の証券会社はしばしばマーケット・シェアの追求を優先して、収益性を犠牲にするという愚行に及んでいた、とされている<sup>10)</sup>。このような批判に対して東方電機の事例はどのように評価されるのであろうか。

1993年から94年にかけてのハンセン指数の推移を見てみると(表19)、折からの香港返還ブームに乗って海外から資金が流入し、94年1月4日にそれまで

の最高値1万2210.19ポイントを付けた。しかしその後、香港返還をめぐる中英両国政府の対立などが報じられて、ハンセン指数も調整局面に入り、94年10月～95年9月には1万ポイントを下回る水準で推移している<sup>17)</sup>。このような状況で「H株」を新規公開して、相応の上場プレミアムを獲得することは、困難を伴うように思われる。以下、他の「H株」の上場プレミアムを見てみよう。

表18によれば、ハンセン指数がそれまでで最高の1万2000ポイント台を付けた94年1月以降、94年末に底を打つまでの時期に発行された「H株」の上場プレミアムは、93年に発行された「H株」の上場プレミアムの実績を大きく下回っている。94年5月以降に上場された渤海化工、洛陽ガラス、鎮海煉油化工、成都通信ケーブル、ハルビン電力設備の5社の場合、上場当日価格が発行価格を下回って、上場プレミアムを獲得することができなかった(表18)。

これに対して、同時期に「H株」を発行した慶鈴自動車と海興輪船の場合には、それぞれ3億4000万香港ドル、2億2680万香港ドルの上場プレミアムを獲

表18 H株発行時点の差益・差損(価格:香港ドル)

|        | 上場当日価格<br>- 発行価格 (A) | 発行株式数 (B) | (A) × (B) = 差益 |
|--------|----------------------|-----------|----------------|
| 青島ビール  | 0.8                  | 3億1800万株  | 2億5440万        |
| 上海石油化工 | 0.03                 | 16億8000万  | 5040万          |
| 北人印刷   | 0.12                 | 1億        | 1200万          |
| 広州広船国際 | 0.22                 | 1億4500万   | 3190万          |
| 安徽馬鞍山鋼 | 1.38                 | 17億3300万  | 23億9154万       |
| 昆明機床   | 3.82                 | 6500万     | 2億4830万        |
| 儀征化纖   | 0.04                 | 10億       | 4000万          |
| 渤海化工   | -0.1                 | 3億4000万   | -              |
| 東方電機   | 0.345                | 1億7000万   | 5865万          |
| 洛陽ガラス  | -0.73                | 2億5000万   | -              |
| 慶鈴自動車  | 0.68                 | 5億        | 3億4000万        |
| 海興輪船   | 0.21                 | 10億8000万  | 2億2680万        |
| 鎮海煉化   | -0.28                | 6億        | -              |
| 成都ケーブル | -0.37                | 1億6000万   | -              |
| ハルビン設備 | -0.08                | 4億6900万   | -              |

(原典, 出所) 表16に同じ。同資料より作成。

得している(表18)。スミス・バーニーとモルガン・グレンフェルは、仲介業者の引き受け手数料収入の大半を占めると考えられる上場プレミアムを、株価低迷期にもかかわらず大いに稼ぎ出していた(表18)。

野村インターナショナルは、東方電機の「H株」新規公開に際して、主幹事仲介業者として5865万香港ドルの上場プレミアムを稼ぎ出している(表18)。この数字は、確かに上場プレミアムの稼ぎ出せなかった5社の場合よりは成果があったとは言えるけれども、スミス・バーニーやモルガン・グレンフェルの後塵を拝するの感は否めないように思われる。

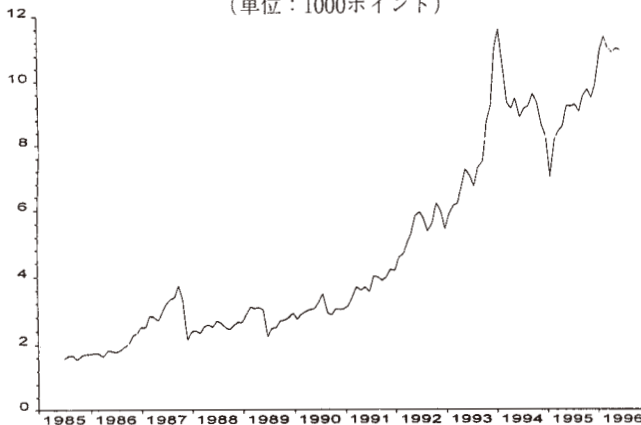
なお、野村インターナショナルは、浙江省高速道路公司の株式新規公開に際して、94年に共同主幹事に指名されていた。しかし、94年初めにいわゆる「総会屋スキャンダル」に巻き込まれ、当時の野村証券の首脳陣が辞任に追い込まれたため、野村インターナショナルは共同主幹事の座から外された。それ以降、野村証券は、国際業務で欧米の仲介業者から大きく引き離されることになる。

### 3) 広深鉄道株式会社

#### a) 広深鉄道の経営努力

広州深圳鉄道沿線で旅客運輸サービスを提供し、香港から仏山・広州・肇慶および常平各区間における旅客業務に従事している広深鉄道は、1996年5月14

表19 ハンセン指数の推移  
(単位: 1000ポイント)



(出所) 財団法人日本証券経済研究所編, [ 6 ], 151ページ。

日に米国・欧州を含む世界市場、香港において「H株」および「ADS」を発行し、5億4389万4000米ドルを調達した<sup>19)</sup>。「H株」は香港証券取引所に、「ADS」はニューヨーク証券取引所に上場した。

2000年には、広深鉄道の旅客運輸サービスは、持続的に発展した。旅客輸送量は3494万7000人で、前年と比較して10.5%増加し、旅客輸送収入は12億3700万円で、前年比2.2%増加し、貨物（接運）収入は2億6000万円で、前年比8.8%増加した。

2000年に広深鉄道は、複線の高速化工事を完了し、最高時速は230kmとなり、高速鉄道運行に対する技術的要求を満たすものとなった。

また広深鉄道は、もともと借り入れていた一両の新しい高速電車と高速機関車を購入し、さらに2001年の年末には、最高時速210kmの高速電車8両を借り入れ、その中の一両はすでに2000年12月28日に、広深鉄道高速線において正式に運行を開始している。これらの経営改善のための投資には、海外での株式発行によって調達した資金が活用されていたと考えられる<sup>19)</sup>。

#### b) 海外での株式発行

上述したように、広深鉄道は、1996年5月14日にアメリカ・欧州を含む世界市場、香港において「H株」および「ADS」を発行し、5億4389万4000米ドルを調達した<sup>20)</sup>。発行株式のうち47.1%をアメリカで、37.7%を世界市場で、15.2%を香港で発行している（表20）。

広深鉄道の海外株引き受けにおける特徴は、第一に米国の総合証券会社ベア・スターンズ社が3地域の引き受けシンジケート団の筆頭主幹事（グローバル・コーディネーター）であることである。3地域の主幹事を兼任しているのは、ベア・スターンズ社だけである（表20）。ベア・スターンズ社は、3地域における広深鉄道「H株」引き受けシンジケート団の構成メンバーを、他の共同主幹事と協議して決定するが、その協議において最終的な決定権を握っていると思われる。なぜなら、ベア・スターンズ社だけがグローバル・コーディネーターという役職に就いているからである<sup>21)</sup>。

第二に、ABN アムロ・ホア・ゴベット社だけが、世界市場と香港の2地域で主幹事を兼任していることである（表20）。ABN アムロ・ホア・ゴベット

表20 広深鉄道株式会社の発行株式を引き受けた金融機関(96/6)

| アメリカでの発行分(47.1%)         | 本店所在地 | 役割           |
|--------------------------|-------|--------------|
| ベア・スターンズ                 | 米国    | 主幹事          |
| メリル・リンチ                  | 米国    | 主幹事          |
| モルガン・スタンレー               | 米国    | 主幹事          |
| ドナルドソン・ラフキン・ジェンレット       | 米国    | 主幹事          |
| シュローダー・ワーサიმ             | 英国    | 主幹事          |
| ABN アムロ・ホア・ゴベット          | オランダ  |              |
| クレディ・スイス・ファースト・ボストン      | スイス   |              |
| クレディ・リヨネ証券(USA)          | フランス  |              |
| ディーン・ウイッター・レイノルズ         | 米国    |              |
| ドイッチェ・モルガン・グレンフェル        | ドイツ   |              |
| ゴールドマン・サックス              | 米国    |              |
| ラザール・フレール                |       |              |
| レーマン・ブラザース               | 米国    |              |
| J. P. モルガン               | 米国    |              |
| ナット・ウエスト証券               | 英国    |              |
| ネスビット・バーンズ証券             |       |              |
| 野村インターナショナル              | 日本    |              |
| ペイン・ウエーバー                | 米国    |              |
| ペレグリン・キャピタル              | 香港    |              |
| ブルデンシャル証券                | 米国    |              |
| RBC ドミニオン証券              | カナダ   |              |
| スミス・バーニー                 | 米国    |              |
| S. G. ウオーバーク             | 英国    |              |
| 世界市場での発行分(37.7%)         | 本店所在地 | 役割           |
| ベア・スターンズ・インターナショナル       | 米国    | 主幹事          |
| ABN アムロ・ホア・ゴベット・アジア      | オランダ  | 主幹事          |
| SBC ウオーバーク               | スイス   | 主幹事          |
| クレディ・リヨネ証券(アジア)          | フランス  |              |
| チャイナ・デベロップメント・ファイナンス(香港) | 中国    | 中国銀行系投資銀行子会社 |
| クレディ・スイス・ファースト・ボストン      | スイス   |              |
| ラザール・キャピタル・マーケッツ         |       |              |
| J. P. モルガン証券             | 米国    |              |

|                           |         |                 |
|---------------------------|---------|-----------------|
| 野村インターナショナル               | 日本      |                 |
| ベレグリン・キャピタル               | 香港      |                 |
| ウィーロック・ナット・ウエスト証券         | 英国      |                 |
| サンタンデール・インベストメント          | スペイン    |                 |
| パークレイズ・デ・ズート・ウェッド         | 英国      |                 |
| カザノブ商会                    | 英国      |                 |
| コア・パシフィック証券インターナショナル      | 台湾      |                 |
| DBS アジア・キャピタル             | シンガポール  |                 |
| ドナルドソン・ラフキン・フェンレット証券      | 米国      |                 |
| ING ベアリング                 | オランダ    |                 |
| ドレスナー・バンク・クライノート・ベンソン     | ドイツ     |                 |
| メリル・リンチ・ファー・イースト          | 米国      |                 |
| モルガン・スタンレー・インターナショナル      | 米国      |                 |
| バリバ・キャピタル・マーケッツ           | フランス    |                 |
| シュローダー                    | 英国      |                 |
| サン・ファン・カイ・インベストメント・サービス   | 香港      |                 |
| 香港での発行分 (15.2%)           | 本店所在地   | 役 割             |
| ベア・スターンズ・アジア              | 米国      | 主幹事             |
| チャイナ・デベロップメント・ファイナンス (香港) | 中国      | 主幹事 (中国銀行系投資銀行) |
| ABN アムロ・ホア・ゴベット・アジア       | オランダ    | 主幹事             |
| クレディ・リヨネ証券 (アジア)          | フランス    |                 |
| HSBC インベストメント・バンク・アジア     | 英国      |                 |
| ベレグリン・キャピタル               | 香港      |                 |
| SBC ウオーバーク                | スイス     |                 |
| ウィーロック・ナット・ウエスト証券         | 英国      |                 |
| C. A. パシフィック・キャピタル        | フランス    |                 |
| コア・パシフィック証券インターナショナル      | 台湾      |                 |
| FOTIC キャピタル               |         |                 |
| グアンドン証券                   | 中国      |                 |
| J&A証券                     | 中国      |                 |
| 新日本証券インターナショナル (香港)       | 日本 (香港) |                 |
| シーパワー証券                   |         |                 |
| サン・ファン・カイ・インベストメント・サービス   | 香港      |                 |

(出所)『ユーロ・マネー』(1996年, 12月)。



社は、世界市場と香港における広深鉄道「H株」引き受けシンジケート団の構成メンバーを、他の共同主幹事であるベア・スターンズ社と協議して決定することが可能である。

これら2点から、中国企業が発行する海外株式の引き受け市場においてベア・スターンズ社が、大きな影響力を行使していること、また、同市場においてABNアムロ・ホア・ゴベット社が急速に成長しつつあることを確認することができるように思われる。

第三に、香港におけるシンジケート団の共同主幹事として、中国銀行（バンク・オブ・チャイナ）の投資銀行部門であるチャイナ・デベロップメント・ファイナンス（香港）が参加していることも大きな特徴である（表20）。なぜならば、中国銀行は国有銀行であり、國務院の管轄下にあり中国政府に極めて近い位置にあるからである。場合によっては、中国政府はチャイナ・デベロップメント・ファイナンス（香港）を通じて、広深鉄道の「H株」引き受け条件に関する協議に介入することも可能である。

しかも、チャイナ・デベロップメント・ファイナンス（香港）社は、ベア・スターンズ社、ABNアムロ・ホア・ゴベット社と香港のシンジケート団参加メンバーを協議して決定しうる地位にあった。しかし、確認できる範囲では、香港の引き受けシンジケート団における中国大陸系金融機関の参加は3社に止まっており、日欧米系金融機関は16社中8社を占めていた（表20）。このように中国本土系の金融機関は、政治力に物を言わせて、チャイナ・デベロップメント・ファイナンス（香港）社を、香港のシンジケート団の共同主幹事に押し出したが、各金融機関の実力は未だ十分なものとは言えなかったように思われる。

#### e) 欧米のミューチュアル・ファンドによる広深鉄道「H株」購入

表21に見られるように、広深鉄道「H株」を購入していたミューチュアル・ファンドは、3本しか確認できなかった。その中でも、ABNアムロ・ファンズの「チャイナ・エクイティ・ファンド」は、1998年10月31日、2000年4月30日、2001年4月30日の4年間にわたって長期間、広深鉄道「H株」を保有していた。また、ステート・ストリート・バンク&トラストのSSgA エマージング・

表21 広深鉄道「H株」保有状況

| 保有機関  | 保有株数                  | 金額         | 保有時点                                    |
|---|-----------------------|------------|---|
| (北米)<br>ステート・ストリート・バンク & トラスト<br>SSgA エマージング・マーケット・ファンド | 185万8000株             | 30万 US\$   | 2001年2月28日                              |
| (欧州)<br>ABN アムロ・ファンズ (ルクセンブルグ) チャイナ・エクイティ・ファンド          | 400万<br>1046万<br>746万 | 62万        | 1998年10月31日<br>2000年4月30日<br>2001年4月30日 |
| クレディ・スイス・エクイティ・ファンド・ルクセンブルグエマージング・マーケット                 | 773万6000              | 115万532.22 | 2001年3月31日                              |

(出所) ステート・ストリート:[37]。クレディ・スイス:[38]。ABN アムロ・ファンズ:[31]。

マーケット・ファンドが185万8000株、クレディ・スイス・エクイティ・ファンド(ルクセンブルグ)のエマージング・マーケットが773万6000株をそれぞれ保有していた(表21)。

多くの「H株」銘柄が、1香港ドル前後である中で、広深鉄道「H株」が3香港ドル前後を維持しているのは、欧米系ミューチュアル・ファンドが広深鉄道「H株」を保有していたため、とくにABNアムロ・ファンズ「チャイナ・エクイティ・ファンド」が広深鉄道「H株」を長期間保有していたからであると思われる。

#### 4) えん州炭鉱株式会社

山東省の国有石炭採掘会社であるえん州炭鉱株式会社は、1998年4月に「ADS」と「H株」をそれぞれニューヨークと香港で発行し、2億6589万7430米ドルを調達した(表22)。「H株」に換算した発行割合は、「ADS」が90.4%、「H株」での発行が9.6%となっていて、香港以外の市場でいかにして「ADS」を売りさばくかがポイントとなるように思われる<sup>20)</sup>。このような世界的規模での株式発行を主導的に行なった仲介業者の引き受け・分売活動とはどのようなものであったのであろうか。ここでは、この点を中心に検討する。

表22 えん州炭鋳株式会社の株式引き受けに参加した金融機関

| アメリカでの引き受けに参加した<br>メンバー (45%) | 本店所在地   | 役 割  |
|-------------------------------|---------|--|
| ベア・スターンズ                      | 米国      | 主幹事 (Global Co-ordinator and Joint Lead Manager and Bookrunners) |
| ABN アムロ・ロスチャイルド               | オランダ/英国 | 主幹事 (Joint Lead Manager and Bookrunners)                         |
| モルガン・スタンレー                    | 米国      |  |
| メリル・リンチ                       | 米国      |  |
| ソロモン・スミス・バーニー                 | 米国      |  |
| ソナルドソン・ラフキン・ジェンレット証券          | 米国      |  |
| クレディ・スイス・ファースト・ボストン           | スイス/米国  |  |
| ドイチェ・モルガン・グレンフェル              | ドイツ/英国  |  |
| 世界市場での引き受けに参加した<br>メンバー (45%) | 本店所在地   | 役 割  |
| ベア・スターンズ・インターナショナル            | 米国      | 主幹事  |
| ABN アムロ・ロスチャイルド               | オランダ/英国 | 主幹事  |
| CLSA グローバル・エマージング・マーケット       | フランス    |  |
| ドイチェ・モルガン・グレンフェル              | ドイツ     |  |
| インドスエズ W.I. カー証券              | フランス    |  |
| コア・パシフィック山一インターナショナル (香港)     | 台湾      |  |
| メリル・リンチ・ファー・イースト・リミテッド        | 米国      |  |
| モルガン・スタンレー                    | 米国      |  |
| SBC ウォーバーク・ディロン・リード           | スイス/米国  |  |
| 大和証券 (香港)                     | 日本      |  |
| チャイナ・エバーブライght証券 (香港)         | 中国/香港   |  |
| HSBC インベストメント・バンク・アジア・リミテッド   | 英国/香港   |  |
| ジャーディン・フレミング証券                | 英国/香港   |  |
| サスーン証券                        | 英国/香港   |  |
| タイ・フック証券                      | 台湾      |  |
| バンク・オブ・チャイナ・インターナショナル         | 中国      |  |
| 香港での引き受けに参加した<br>メンバー (10%)   | 本店所在地   | 役 割  |
| ベア・スターンズ・アジア・リミテッド            | 米国      | 主幹事  |
| ABN アムロ・ロスチャイルド               | オランダ/英国 | 主幹事  |

|                                      |       |                          |
|--------------------------------------|-------|--------------------------|
| CEF キャピタル・リミテッド                      |       |                          |
| チャイナ・デベロップメント・ファイナンス                 | 中国    | 中国銀行系投資銀行子会社             |
| コア・パシフィック山一インターナショナル                 | 台湾    |                          |
| チャイナ・エバークライト・リミテッド                   | 中国    |                          |
| カワ・キャピタル・リミテッド                       | 香港/中国 | CITIC 系列。中国銀行から役員を受け入れる。 |
| アジア・ファイナンシャル (セキュリティーズ) リミテッド        |       |                          |
| バンク・オブ・コミュニケーションズ・ホンコン・ブランチ (交通銀行)   | 中国/香港 | 中国銀行系                    |
| ザ・バンク・オブ・イースト・アジア・リミテッド (東亜銀行)       | 香港    |                          |
| チャイナ・インターナショナル・キャピタル・コーポレーション (CICC) | 中国    | 中国建設銀行とモルガン・スタンレー合併投資銀行  |
| グアンドン・セキュリティーズ・リミテッド                 | 中国    |                          |
| J&A セキュリティーズ (H.K.) リミテッド            |       |                          |
| 新日本証券インターナショナル (香港) リミテッド            | 日本/香港 |                          |
| 申銀万国キャピタル (H.K.) リミテッド               | 中国/香港 | 中国工商銀行系証券子会社             |
| タイ・フック・セキュリティーズ・カンパニー・リミテッド          | 台湾    |                          |

(注) 発行日: 1998/ 4, 発行額: 2 億3205万1280 US \$ (18億1000万 HK \$, 1 US \$ = 7.8 HK \$)。

(出所) Citic Ka Wha Bank, [ 17 ], p. 24.

### a) 主幹事

えん州炭鉱の「H株」引き受け・分売に際して、主幹事の座を獲得したのは、ベア・スターンズ (Bear, Stearns Co. Inc.) と ABN アムロ・ロスチャイルド (ABN AMRO Rothschild) であった (表22)。両社とも、有力な金融機関ではあったけれども、ベア・スターンズは欧米の投資銀行の中では、資産規模で第7位 (1998年) でメリル・リンチ、モルガン・スタンレー、クレディ・スイス・ファースト・ボストンの資産規模上位3行と比較すると、収益力やシェアの点でやや見劣りする。

また、ABN アムロ・ロスチャイルドは、1996年にオランダとイギリスの両投資銀行による合併会社であったが、ABN アムロの場合、資産規模では世界

の銀行の中では10位前後を維持していてマネーセンタ・バンクの一角に食い込んでいるが、1998年には、フランスの国営銀行CICの買収に失敗し、またオランダ大手金融コングロマリットのフォルティス・グループとのベルギーの大手銀行ジェネラル・ド・バンク買収合戦に競り負けた。オランダ大手金融機関のINGも1997年にベルギーの大手商業銀行バンク・ブリュッセル・ランベールの買収に踏み切った<sup>23)</sup>。

このように、オランダ国内の大手金融機関との間で、市場統合後を見据えた欧州各国の大手商業銀行の買収戦において、ABN アムロは出遅れの観が否めない。

さらに、ABN アムロの合併相手であるロスチャイルドも、証券発行や企業の合併・買収におけるアドバイザー業務に特化するなど、マーチャント・バンクとして勇名を馳せた往時の面影は今はない。

このように、やや迫力に欠ける両行が、世界的規模での「H株」の引き受け・分売において、なぜ主幹事の座を獲得することができたのであろうか。

#### b) 世界の株式市場-1998年

1998年の世界の株式市場は、一言で言えば「低迷の一年」ということになる。その要因としては、1997年後半に表面化したアジア通貨危機の影響を引き継いでしまったこと、ロシア政府による事実上の債務不履行宣言とルーブルの切り下げに起因する、ロシア国債に巨額の投資を行っていた日欧米金融機関の損失拡大、それとも関連したいわゆる「ヘッジ・ファンド」の経営破綻（ロングターム・キャピタル・マネジメントの経営破綻が影響大）などが挙げられる。

なかでも、ロシア危機とヘッジ・ファンドの経営破綻は、たんに98年の株価低迷の要因となったに止まらず、そこからは一つの傾向を見て取ることが可能のように思われる。

まずロシア関連投資。30~40%という常識外れの利率に引き寄せられた日欧米の各国を代表する金融機関が、運用先としてこぞってロシア国債を購入してきた。しかし、経済復興を目指していたロシア政府は、国民が社会主義計画経済の下で納税の習慣を忘れてしまい、国債の償還財源が確保できないという現実を直視していなかった。そういう点では、ロシア政府に復興財源の融資を行

なうのと引き換えに国債の増発を指示したとされる国際通貨基金も同罪と考えられる。

背景がどのようなものであれ、とにかく、ロシア経済が抱える根本問題を嗅ぎ付けた投資家や金融機関がロシア国債やルーブルの投げ売りを始め、ついに、ロシア政府は、ルーブルの切り下げを宣言せざるを得ない状況に追い込まれたのであった。同時にロシア政府は、国債の借り換えに際し、元本償還を3～5年先送りすることを決定しており、事実上の債務不履行状態になった<sup>24)</sup>。こうした事態を受けて、ロシア政府発行のユーロ債も軒並み額面割れを起こした(表23)。

表23 ロシア共和国政府発行のユーロ債

| 発行日  | 発行総額        | 償還年   | 引受主幹事          | 年利     | 99/1/6の<br>価格(額面<br>100ドル) |
|------|-------------|-------|----------------|--------|----------------------------|
| 3/31 | 12億5000万マルク | 2005年 |                | 9.375% |                            |
| 4/30 | 7500億リラ     | 2003年 |                | 9%     |                            |
| 6/4  | 12億5000万ドル  | 2003年 | ゴールドマンサックス     |        | 31.5                       |
| 6/18 | 25億ドル       | 2028年 | JP モルガン, ドイツ銀行 |        | 26.0                       |
| 7/21 | 29億7000万ドル  | 2005年 | ゴールドマンサックス     |        | 31.5                       |
| 7/21 | 34億7000万ドル  | 2018年 | ゴールドマンサックス     |        | 25.5                       |

(出所) 3/31と4/30は、『ロシア東欧貿易調査月報』1998年7月号, 9ページ。

それ以外は、『インスティテューショナル・インベスター』1999年, 1月号, 73ページ。

表24 ロシア関連投資による損失(98/7-9)

|                 |                 |
|-----------------|-----------------|
| *ソロモン・スミス・バーニー  | 3億6000万US\$     |
| バンク・オブ・アメリカ     | 2億2000万         |
| シティー・グループ       | 2億              |
| リパブリック・バンク・オブNY | 1億5000万         |
| *モルガン・スタンレー     | 1億1000万         |
| バークレイズ銀行        | 5億7500万(98年下半年) |
| バンカース・トラスト      | 3億5000万         |
| ユニオン・バンク・オブ・スイス | 170億円           |
| 野村証券            | 3億5000万US\$     |
| 東京三菱銀行          | 380億円(対口融資額)    |

(注) J.P. モルガン, ゴールドマン・サックス, SBC ウオーバークは、巨額のロシア債を引き受けているが、損失額は明らかではない。

\*は、証券会社。

(出所) 『日本経済新聞』(98年9月3日付け)。

こうしてロシアへ巨額の投資を行っていた日米欧の超一流の金融機関が軒並み巨額の損失を計上することとなった。表24に見られるように、ロシアに巨額の投資を行っていた日米欧の各国を代表する金融機関が、98年の7～9月のわずか2か月間に、1億米ドル以上の損失を計上することとなった。

つぎに、ヘッジ・ファンドの経営破綻。ロシア債に巨額の投資を行っていた著名なヘッジ・ファンドが、ロシア危機が表面化して以降、20～30億米ドルの損失を計上して、経営破綻に陥った。なかでも、ノーベル経済学賞受賞者2名を役員に招聘するという派手な経営戦略で一世を風靡した感のあるロングターム・キャピタル・マネジメント (Long Term Capital Management LTCM) には、やはり各国の超一流の金融機関が投資していた(表25)。LTCMの経営破綻に伴って、同社に投資していた金融機関は、巨額のLTCM向け不良債権を抱え込んだと考えられる。また、各国の錚々たる金融機関が、ニューヨーク証券市場の混乱を阻止するべくニューヨーク連邦準備銀行とウォール街に主導

表25 LTCM 救済融資コンソーシアムとヘッジファンドの出資  
(単位:100万ドル)

| 銀行名                    | 救済融資額 | LTCMへの投融資 | ヘッジファンドへの投融資(公表分のみ) |
|------------------------|-------|-----------|---------------------|
| ■UBS                   | 300   | 721       |                     |
| バンカース・トラスト             | 300   |           | 875 (25が無保証)        |
| パークレイズ・キャピタル           | 300   |           |                     |
| チェース・マンハッタン            | 300   |           | 3200 (300が無保証)      |
| グレイディスイス・ファースト・ボストン    | 300   | 55        |                     |
| ドイッチェ・バンク              | 300   |           |                     |
| ■ゴールドマン・サックス           | 300   |           |                     |
| ■J.P.モルガン              | 300   |           | 1070 (70が無保証)       |
| リーマン・ブラザーズ             | 100   | 32        |                     |
| ■メリルリンチ                | 300   | 1400      | 2083 (84が無保証)       |
| ■モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター | 300   |           |                     |
| パリバ                    | 100   |           |                     |
| ソシエテ・ジェネラル             | 125   |           |                     |
| ■トラベラーズ・グループ           | 300   |           |                     |
| (ソロモン・スミス・バーニー)        |       |           |                     |

■印はLTCMの経営管理委員会の構成メンバー銀行。  
(追加ノート) ①バンク・オブ・イタリーが250(単位100万ドル, 以下同じ)をLTCMに投融資。②ドレスナーが146.7の対LTCM投融資を償却。③住友銀行がLTCMに100を投資。④他にオランダのINGグループと仏グレディアグリコールがLTCMに投融資。  
(原典) The BANKER, November 1998, p. 25.  
(出所) 奥村皓一, 「金融市場を攪乱するヘッジファンドの正体①」(『世界週報』1998年12月22日, 26日), 26ページ。

の下に組織されたLTCM救済融資コンソーシアムに参加し、1億米ドル以上の出資を行なっている(表25)。

ロシア関連投資で3億5000万米ドルの損失を計上し、LTCMに8億7500万米ドルの投資を行なっていたアメリカの有力な商業銀行で最近投資銀行業務の比重を高めていたバンカース・トラストは、株価の急落に見舞われ、98年11月30日、ついにドイツ銀行に101億米ドルで買収されるに至った<sup>25)</sup>。

このように、資産規模、融資・証券引き受けシェア、収益などの指標で上位15位までに入っている世界中の指導的な金融機関は、ロシア投資への損失処理とヘッジ・ファンドの経営破綻への対応に追われ、新興市場諸国の企業が世界市場で発行する証券を引き受けて分売する際に主幹事となる余裕など存在するはずもなかった。

しかし、ロシア債やヘッジ・ファンドへの投資によって損失を被った金融機関の中に、ベア・スターンズとABNアムロ・ロスチャイルドの名前を見つけることはできなかった<sup>26)</sup>。はっきりしているのは、1998年に起こったロシア危機とヘッジ・ファンドの経営破綻から、両行が巨額の損失を被ったということは確認できないという事実である。

世界経済がこうした不安定要因を抱え込んだために、1998年の株式市場は、ついに復活の糸口を見出せずに低迷したままであった。世界的な株式市場の低迷により、中国企業も海外での株式発行は、えん州炭鉱の1件に止まり、発行実績で見ても、97年の「H株」発行額を大幅に下回った(表9-1)。

このように世界的に株価が低迷する中で、大きな損失を被っていなかったとはいえ、なぜ、ベア・スターンズとABNアムロ・ロスチャイルドは、えん州炭鉱の「H株」発行に際して主幹事の座を獲得できたのであろうか。以下この点を検討する。

#### c) ベア・スターンズ社

えん州炭鉱が「H株」を発行する際に、アメリカの有力投資銀行ベア・スターンズは、グローバル・コーディネーターおよび共同主幹事の座を獲得した(もう一方の共同主幹事はABNアムロ・ロスチャイルド)。ベア・スターンズとはどのような投資銀行なのであろうか。



同社発行の「2000年度 第二4半期中間営業報告」によれば、「同社は1923年に設立され、政府・企業・機関投資家および個人投資家に世界的規模で金融サービスを提供する投資銀行業務、証券トレーディング（自己勘定取り引き）、証券仲介売買（ブローカレッジ）を行なう企業である」と、まずおおまかに自ら定義している<sup>27)</sup>。

次により具体的に以下のように自社の行なっている業務について説明している。すなわち、「本社の業務には、企業金融、企業の合併・買収の仲介、機関投資家向けの株式・債券販売と自己勘定売買、個人顧客向け金融サービス、デリバティブ取り引き、外国為替取り引き、先物取り引きに関する金融商品の販売と自己勘定売買そしてアセット・マネジメントと証券保管業務が含まれている」と<sup>28)</sup>。

同社の組織構成については、以下のように述べている。すなわち「本社はニューヨーク市にあり、約10100人の従業員を抱えている。国内支店は、アトランタ・ボストン・シカゴ・ダラス・ロサンゼルス・サンフランシスコにある。海外支店は、北京・上海・香港・東京・シンガポール・プエルトリコ・ブエノスアイレス・サンパウロ・ダブリン・ロンドンにある」<sup>29)</sup>と。

これらの説明を総合して判断すれば、ベア・スターンズ社は、「全国規模の支店網を有し、リテール（小口・個人取り引き）業務を始め、引き受け業務、トレーディング業務等、広範な業務を全国的に展開している証券業者」ということになる<sup>30)</sup>。

しかし全米あるいは世界の投資銀行と実績を比較するとやや見劣りする。資本額は全米証券業者ランキングで7位（98年）、合併・買収（M&A）仲介アドバイザー手数料額で全米第9位（97年）、株式新規公開（IPO）引き受け手数料額全米第14位（96年）、モーゲージ担保証券引き受け発行額全米第3位（97年）などとなっていて、モーゲージ担保証券引き受け発行額以外の投資銀行業務では、他の上位行に差をつけられている<sup>31)</sup>。

しかしベア・スターンズ社は、中国とブラジルを中心とした新興市場諸国の企業による海外での株式新規公開において主幹事案件を数多く獲得していた。ここでは、同社の中国における活動について確認しておこう。

ベア・スターンズ社のホームページによれば、同社は、1993年4月に上海に駐在員事務所を開設している<sup>32)</sup>。同社は中華人民共和国に進出した第二番目の投資銀行であった。上海に進出した僅か2か月後には、同社はエク・チョル・チャイナ・モーターサイクル社の株式新規公開に際して、単独主幹事の座を獲得している。発行額は1億200万米ドルであった。エク・チョル・チャイナ・モーターサイクル社は、中国で二番目に大きい原動機付き自転車メーカーであり、ニューヨーク証券取引所に上場した第二番目の中国企業であった。

1994年1月には、同社は北京に二番目の駐在員事務所を開設している。こうして中国へ本格的に進出したベア・スターンズ社は、前節で検討したように、1996年5月に再び広深鉄道株式会社の株式新規公開にあたってグローバル・コーディネーターおよび共同主幹事（ジョイント・リード・マネージャー、ブックランナー）の座を獲得した<sup>33)</sup>。米国預託株式（American Depositary Shares以下「ADS」）と「H株」の販売地域は、北米市場、世界市場、香港市場の3か所であった。発行額は5億4300万米ドルで、同社がそれまでに主幹事（リード・マネージャー）を担当した株式公開の中で最大の案件であった<sup>34)</sup>。

1998年4月に今度は、中国山東省の炭鉱会社えん州炭鉱の海外での株式新規公開に際して、グローバル・コーディネーターおよび主幹事（ジョイント・リード・マネージャー、ブックランナー）の座を獲得した。発行額は、2億6589万7430米ドルであった。今回も、米国預託株式（「ADS」）と「H株」の販売は、北米市場、世界市場、香港市場の3か所であった<sup>35)</sup>。

さらに、同社の「2000年度第二四半期中間報告」によれば、2000年11月には、中国の固定電話最大手中国電信の世界市場での株式新規公開（グローバル・オフリング）に際して共同主幹事（ジョイント・リード・マネージャー）の座を獲得している<sup>36)</sup>。発行額は、32億米ドルである<sup>37)</sup>。

このようにベア・スターンズ社は、新興市場諸国の企業が株式新規公開する際に、主幹事の座を獲得し、そのことが手数料収入の増加に寄与することとなった。しかし規模の点から見ても、ベアスターンズ社でこれらの株式を売りさばいてゆくことは不可能である。次にえん州炭鉱の株式新規公開に際して共同主幹事であったABNアムロ・ロスチャイルドについて見てみよう。

N. M. ロスチャイルドのホームページによれば、ABN アムロ・ロスチャイルドは、ロンドン・アムステルダム・パリ・ミラノ・ニューヨーク・香港・シドニーに拠点をもち営業活動を行なっている。同社は世界中で100人以上の専門スタッフを雇用し、700人以上の株式アナリスト・セールスマン・トレーダーなどスペシャリストの技術を統合している。

このように世界的規模で株式資本市場に参入したABN アムロ・ロスチャイルドは、華々しいデビューを飾る。同社が、1997年1月から11月にかけて、アジア太平洋地域においてグローバル・コーディネーターとブックランナーを引き受けた、株式および株式関連債券および転換社債の引き受け額と引き受け本数でトップに立った<sup>39)</sup>。

1997年にはABN アムロ・ロスチャイルドは、10社前後の中国企業の株式および株式関連債券、転換社債を引き受けていた。しかし、1998年には、世界的な株式市況の低迷により、中国企業の株式新規公開案件はえん州炭鉱株式会社の場合だけであった<sup>40)</sup>。このえん州炭鉱株式会社の株式新規公開でABN アムロ・ロスチャイルドがベア・スターンズとともに共同主幹事 (Joint Lead Manager and Bookrunner) の座を獲得できたのは、N. M. ロスチャイルドのアドバイザー業務における豊富な経験とABN アムロ・グループの世界的規模で広がった証券販売網が「相乗効果」を発揮したためと思われる。

上述のようにえん州炭鉱は、世界的な株価低迷の中、1998年4月に「ADS」と「H株」をそれぞれニューヨークと香港の証券取引所に上場し、2億6589万7430米ドルの株式新規公開を行なった。では一体えん州炭鉱は、世界市場で調達した資金を何のために使用し、またなぜそのために使用したのであろうか。以下で検討する。

#### d) えん州炭鉱株式会社 (Yanzhou Coal Mining Company Limited)

〈概要〉同社は、1997年9月25日に親会社 (Yanzhou Coal Mining Corporation Limited) から分離・独立して設立された。所在地は中国山東省で、親会社から4つの炭鉱を引き継ぎ、石炭の採掘・加工・販売に従事し、中国東部では最大規模の採炭業者である。海外での株式発行によって調達した資金の97%は、5番目の炭鉱を買収する資金として使用された<sup>40)</sup>。

同社は、最高級の無煙炭（低硫黄炭）および大規模電力発電用燃料に適したサーマル炭を産出している。これらの製品は、中国東部、日本・韓国・台湾などの東アジア諸国の企業、例えば、上海宝山製鉄、山東省の某電力プラント、東京電力、新日本製鉄などの顧客に販売されているという<sup>41)</sup>。

〈中央省庁の整理統合〉1998年3月5日中国國務院は、40の部・委員会（日本の省庁クラス）を29に削減し、中央官庁の効率化を図る改革案を発表した。同案によれば、石炭工業部が廃止されて国家經濟貿易委員会の国家石炭工業局へ格下げされた。これは、巨額の財政赤字を抱える中で、「社会主義市場經濟」の実現を目指す中国政府が、行財政改革・国有企業改革・金融制度改革のいわゆる「3大改革」の一環として行なったものと考えられる<sup>42)</sup>。

えん州炭鋳が親会社から分離・独立したのは、この省庁組織の改革で石炭工業省の整理廃止・再編の中で行なわれたものであった。

〈中国の石炭政策〉1998年以降中国政府は、石炭の過剰生産問題を解決するために、いくつかの炭鋳を閉山にして、石炭の需要と供給を調節する政策を採用した。99年6月末までに、2万3000の小規模炭鋳が閉山となった。

こうした措置により、99年の前半期の中国における石炭の総生産高は、前年同時期と比較して7.8%の減産となった。これに対して、えん州炭鋳の場合、98年6月末と99年6月末で比較すると、総生産高とは逆に910万トンから1198万トンへ31.6%も増産していた<sup>43)</sup>。また販売額でも国内向け・輸出ともに増加し、純利益も増加した（表26）。えん州炭鋳の場合、海外で株式を発行して調達した資金で、5番目の炭鋳を買収したことが増産・増益につながっていったと考えられる。

すなわち、省庁改編を伴った、中国石炭産業全体の経営再構築（リ・ストラクチャリング）の中で、えん州炭鋳は、海外での資金調達を通じて増産・増益を実現し、株価の不安定要因を自ら取り除き、さらなる株式発行（国内外の）をも視野に入れた積極的な経営を行なうことが可能になったと思われる。

#### e) えん州炭鋳「H株」の発行市場の特徴

上述したように、えん州炭鋳は、1998年4月にアメリカ・欧州を含む世界市場、香港において「H株」および「ADS」を発行し、2億6589万7430米ドルを

調達した。発行株式のうち45%をアメリカで、35%を世界市場で、10%を香港で発行している(表22)。

えん州炭鉱の海外株引き受けにおける特徴は、第一に米国の総合証券会社ベア・スターンズ社が3地域の引き受けシンジケート団の筆頭主幹事(グローバル・コーディネーター)であることである(表22)。3地域の主幹事を兼任しているのは、ベア・スターンズ社だけである。ベア・スターンズ社は、3地域におけるえん州炭鉱「H株」引き受けシンジケート団の構成メンバーを、他の共同主幹事と協議して決定するが、その協議において最終的な決定権を握っていると思われる。なぜなら、ベア・スターンズ社だけがグローバル・コーディネーターという役職に就いているからである。

第二に、ベア・スターンズとともにABNアムロ・ロスチャイルド社が、アメリカ、世界市場と香港の3地域で主幹事を兼任していることである(表22)。ABNアムロ・ロスチャイルド社は、アメリカ、世界市場と香港におけるえん州炭鉱「H株」引き受けシンジケート団の構成メンバーを、他の共同主幹事と協議して決定することが可能である。

このようにABNアムロ・グループはイギリスのマーチャントバンク N. M. ロスチャイルド社と業務提携し、合併会社 ABNアムロ・ロスチャイルド社を設立し、1996年5月14日に発行された広深鉄道「H株」, 「ADS」引き受けシンジケート団参加時に比べて、アメリカのシンジケート団で新たに主幹事に就任し、国際資本市場における引き受け能力を強化することに成功した(表20, 22)。ただし、シンジケート団の参加メンバーや引き受け条件の最終決定権は、あくまで唯一の「グローバル・コーディネーター」であるベア・スターンズ社が握っていた。

これら2点から、中国企業が発行する海外株式の引き受け市場においてベア・スターンズ社が、大きな影響力を行使していること、また、同市場においてABNアムロ・ロスチャイルド社が国際資本市場で引き受け能力を強化しつつあることを確認することができるように思われる。

第三に広深鉄道の場合と比べて、香港におけるシンジケート団の共同主幹事から、中国銀行(バンク・オブ・チャイナ)の投資銀行部門であるチャイナ・

デベロップメント・ファイナンス（香港）が外れていることが大きな変化である（表20, 22）。しかし、確認できる範囲では、香港の引き受けシンジケート団における中国大陸系金融機関の参加は、広深鉄道の場合と比べて8社に増えており、逆に日欧米系金融機関は16社中3社へと急減している（表22）。

このことから、香港の引き受け市場において、中国大陸系金融機関の影響力が高まっていることが確認できるように思われる。

#### f) えん州炭鋳「H株」の流通市場

以上の節で見てきたように、えん州炭鋳は、海外で調達した巨額の資金を5番目の炭鋳を買収するために使用し、潜在的な生産能力を800万トン以上増強した。また、同社は、コストを削減することにより、オーストラリアの炭鋳よりも安価な石炭を生産することが可能になった<sup>44)</sup>。このような経営努力により、営業利益は高い水準を維持し、一株当たり利益も0.3元前後を実現している（表26）。

このように、えん州炭鋳自身の経営努力により、中国本土や香港に支店網を持つ金融機関のアナリストが、同社株を推奨していることが、同社が発行した「H株」の株価が3香港ドルを超える水準で推移している理由であると思われる<sup>45)</sup>（表27）。

それでは一体、えん州炭鋳が発行した「H株」は、誰が、どのようにして購入・保有しているのだろうか。表28から、欧米のミューチュアル・ファンドによる「H株」、「ADS（American Depository Shares 米国預託株式）」の保有

表26 えん州炭鋳の営業成績

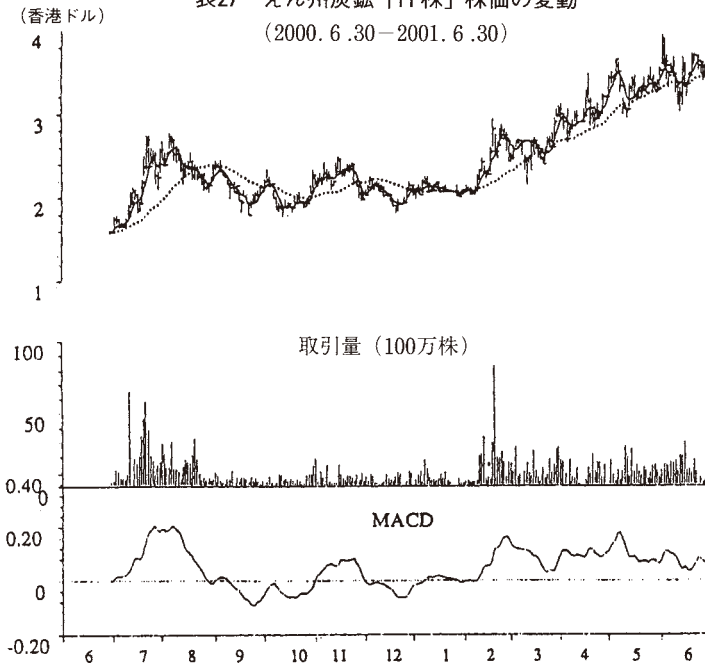
（単位：人民元）

| 項目       | 1998年                     | 1999年                             | 2000年   |
|----------|---------------------------|-----------------------------------|---------|
| 販売額      | 国内—11億7472万<br>輸出—6億3510万 | 国内—12億 521万7000<br>輸出—6億5997万1000 | —       |
| 純利益      | 7億5384万                   | 7億8086万                           | 7億6418万 |
| 1株当たり利益  | 0.29                      | 0.3                               | 0.294   |
| 1株当たり純資産 | 2.14                      | 2.417                             | 2.626   |
| 純資産利益率   | 13.53%                    | 12.43%                            | 11.19%  |

（出所）販売額：Yanzhou Coal Minig Company, [43]。

それ以外：牛冠興主編 [10], 311ページ。

表27 えん州炭鉱「H株」株価の変動  
(2000.6.30-2001.6.30)



(注) — 5日移動平均線。……30日移動平均線。  
(出所) 牛冠興主編, [10], 312ページ。

状況を確認することができる。同表によれば、えん州炭鉱が発行した「H株」, 「ADS」を保有している13本のミューチュアル・ファンドのうち、9本のミューチュアル・ファンドは、えん州炭鉱が発行した「H株」, 「ADS」を引き受けるシンジケート団に参加した金融機関の資産運用部門が販売するミューチュアル・ファンドであった。

表28の中で証券部門が、えん州炭鉱の海外発行株式を引き受けていたのは、ABN アムロ・ロスチャイルド、モルガン・スタンレー、インドスエズ W.I. カー証券 (現クレディ・アグリコル)、スイス銀行ウオーバーク・ディロン・リード (現ユニオン・バンク・オブ・スイス) である。特に、ABN アムロは、ベア・スターンズとともに、北米、世界市場 (欧州を含む)、香港 3 地域のえん州炭鉱海外発行株式引き受け団において主幹事 (ジョイント・リード・マネー



表28 えん州炭鉱海外発行株式保有状況

| 保有機関  | 保有株数   | 金額                                      | 株式の種類                    | 保有時点   |
|---|--|---|--------------------------|--|
| ABN アムロ・アセット・マネジメント<br>チャイナ・エクイティ・ファンド  | 550万株<br>900万<br>850万                        | 348万8000万 US \$                         | H 株<br>H 株<br>H 株        | 1998年10月31日<br>2000年4月30日<br>2001年4月30日                |
| モルガン・スタンレー・ミューチュアル・ファンド<br>ヴァン・カンペン・エマー<br>ジング・マーケッツ F  | 1万628<br>68万8000                             | 25万4009<br>31万7547                      | ADR<br>H 株               | 2001年6月30日<br>〃  |
| ゴールドマン・サックス・<br>ファンド<br>エマージング・マーケット・<br>エクイティ F<br>アジア・グロース・ファンド   | 72万2000<br>68万2000                           | 21万7534<br>20万5482                      | H 株                      | 2001年8月31日<br>〃  |
| ロイヤル・バンク・オブ・<br>カナダ<br>ロイヤル・アジア・グロ<br>ース・ファンド   | 114万6000                                     | 57万9000                                 |                          | 2001年12月13日  |
| バンク・オブ・モントリオール<br>BMO エマージング・マーケッ<br>ツ・ファンド   | 200万   | 120万1000                                |                          | 2001年3月31日   |
| クレディ・アグリコル・ファ<br>ンド<br>アジア・グロース<br>エイジアン・ルネッサンス   | 248万8000<br>98万4000                          | 114万8359<br>45万4174                     | H 株                      | 2002年6月30日<br>〃  |
| ユニオン・バンク・オブ・<br>スイス<br>UBS (CH) エクイティ・ファ<br>ンド・エマージング・マー<br>ケッツ<br>UBS (LUX) エクイティ・<br>ファンド・グレイター・チャ<br>イナ<br>UBS (CH) エクイティ・ファ<br>ンド・エマージング・アジア<br>UBS (CH) エクイティ・ファ<br>ンド・アジア | 628万1600<br>140万4000<br>302万4000<br>210万8000 | 198万9589<br>45万67<br>91万1136<br>63万5144 | H 株<br>H 株<br>H 株<br>H 株 | 2001年12月31日<br>2001年11月30日<br>2001年9月30日<br>2001年9月30日 |

(注) 上記欧米ミューチュアル・ファンド7社の、えん州炭鉱海外発行株保有総数は、3003万8228株で、総海外発行株数の約0.35%。総海外発行株数は、8億5000万株。

(出所) 。ABN アムロ・アセット・マネジメント：〔31〕。モルガン・スタンレー・ミューチュアル・ファンド：〔32〕。ゴールドマン・サックス・ファンド：〔33〕。ロイヤル・バンク・オブ・カナダ：〔35〕。バンク・オブ・モントリオール：〔36〕。クレディ・アグリコル・ファンズ：〔34〕。UBSエマージング・マーケッツ：〔39〕。UBSグレイター・チャイナ：〔40〕。UBSエマージング・アジア：〔41〕。UBSアジア：〔42〕。UBSとは、ユニオン・バンク・オブ・スイスの略称。

ジャー、ブック・ランナー)に就任していた(表22)。

またABNアムロは、えん州炭鉱が発行した「H株」を、1998年10月31日には550万株、2000年4月30日には900万株保有していて(表28)、2001年4月30日時点でも850万株を保有している(表28)。以上のえん州炭鉱「H株」保有状況から、ABNアムロは、(1)同社の証券部門(ABNアムロ・ロスチャイルド)が、北米・欧州を含む世界市場・香港で主幹事として引き受けた、えん州炭鉱の「H株」の一部を、(2)資産運用部門(ABNアムロ・アセット・マネジメント)が販売しているミューチュアル・ファンド(チャイナ・エクイティ・ファンド)に引き受けさせていたのではないかとと思われる。

このように、とりわけABNアムロは、1998年4月にえん州炭鉱の「H株」を引き受けて以来、2001年4月30日までの4年間の長期にわたって、えん州炭鉱の「H株」を保有していたことになり、えん州炭鉱「H株」の株価維持に大いに貢献してきたと思われる。

ABNアムロ以外のモルガン・スタンレー、インドスエズ W.I.カー証券、スイス銀行ウオーバーク・ディロン・リードの3社も、3社の証券部門が株式引き受けシンジケート団メンバーとして引き受けたえん州炭鉱の「H株」の一部を、3社の資産運用部門が販売するミューチュアル・ファンドに引き受けさせて長期保有して、えん州炭鉱「H株」の株価維持に貢献してきたと推測できるように思われる。

## おわりに

以上の考察より、ABNアムロの世界的な規模での活動を以下の諸点に総括できると思われる。

### (1) 債券の発行市場と流通市場における活動

1990年以降、北米大陸で銀行の買収を積極的に行ったABNアムロは、米国において財務省証券や政府系金融機関債券を精力的に引き受けていった。こうした活動は、ABNアムロが米国債券の発行市場に積極的に関与していたこと

を示している。また、債券の流通市場においても、ABN アムロは、資産運用部門が現地で買収した銀行の窓口をつうじて北米顧客向けにミューチュアル・ファンドの受益証券を販売し、調達した資金で米国財務省証券や政府系金融機関債券を大量に購入していた。

さらに、同社が北米で販売しているミューチュアル・ファンドは、債券在庫金融を行うレポ市場において、売却条件付き債券引き受けを恒常的に行なうことにより、モルガン・スタンレーやウオーバーク証券、J.P.モルガン証券、プルデンシャル証券に対して融資を行っていた。

## (2) 株式の発行市場と流通市場における活動

中国の国有企業であるえん州炭鋳は、1998年4月に、香港とニューヨークで「H株」（香港以外の投資家に対しては「ADS」）を8億5000万株発行し、2億3205万1280US\$の資金を調達した。えん州炭鋳は、調達した資金で、5番目の炭鋳を買収し、経営活性化にひとまず成功した。

ABN アムロは、同社の国際資本市場における証券引き受け部門である ABN アムロ・ロスチャイルドがえん州炭鋳のアメリカ、世界市場、香港での「H株」の発行に際して、株式引き受けシンジケート団に米国の総合証券会社であるベア・スターンズ社とともに共同主幹事として参画した。

ABN アムロは、同社の資産運用部門である ABN アムロ・アセット・マネジメントが販売する「チャイナ・エクイティ・ファンド（欧州、アジア、ラテン・アメリカ顧客向けファンド）」を通じて、確認できる範囲では1998年10月31日から2001年4月30日まで、えん州炭鋳が発行した「H株」を550万株から900万株の範囲で長期に保有し、株価維持に貢献したと思われる。

さらに「チャイナ・エクイティ・ファンド」は、広深鉄道の「H株」や「B株」4銘柄を長期保有し、株価維持機能を担っていた。

このように「チャイナ・エクイティ・ファンド」は、複数の「H株」、「B株」を長期保有して株価維持機能を発揮することにより、それ以降に「H株」、「B株」を発行しやすい環境をつくりだしていたと考えられる。

### (3) ABN アム口の90年代後半の国際資金移動に占める位置

このように ABN アム口は、アメリカにおける銀行買収、米国財務省証券および米国政府系金融機関債の引き受け、北米顧客向けミューチュアル・ファンドの販売、同ファンドによる株式・債券の引き受けなどを通じて、アメリカで資金供給を行っていた。

同時に ABN アム口は、中国企業が発行した「B株」やえん州炭鉱の株式（「H株」）を引き受けることにより中国国有企業への資金供給にも関与し、欧州、アジア、ラテン・アメリカ顧客向けミューチュアル・ファンドが「B株」やえん州炭鉱の「H株」を購入することにより、「B株」やえん州炭鉱「H株」の株価維持に貢献した。

このように本稿では、従来あまり明らかにされてこなかった、欧州系ミューチュアル・ファンドの証券引き受けの実態を明らかにすることにより、米国レポ市場における融資機能、えん州炭鉱「H株」購入による新興市場諸国企業の株価維持機能の2点を明らかにしたと考える。

#### 〔注〕

- 1) 王東明氏は、中国企業による海外投資家向けに発行された「B株」、「H株」、「N株」および ADR（米国預託証券、以下 ADR）がどのように発行され、また発行後にどのような企業改革が行われているのかについて検討されている（同氏、〔18〕、〔19〕、〔20〕）。また裴桂芬（はいけいふん）氏は中国国有企業の資金調達について概観されているが（同氏、〔21〕）、主に中国国有企業の中国における直接金融と間接金融の問題について検討されている。

なお、ADR あるいは ADS（American Depository Shares）とは、海外の企業が、アメリカの証券取引所で株式を発行する場合に、言語・貨幣単位・株式制度などの相違があるため、原株式は、本国の銀行に保管しておき、その見返りにアメリカの銀行が ADR を発行してアメリカの投資家に交付し、投資家はこの ADR をアメリカの市場で売買するという制度である。（『体系金融大辞典』東洋経済新報社、1978年、156-157ページ）。

王氏はとくに〔20〕の中で、1993年から中国国有企業がなぜニューヨーク証券取引所で株式の上場を実現したのかという問題意識の下に、ADR の発行の仕組みに

ついて詳細にわたって明らかにされ、「ADRの発行、資金調達、取引および企業実績を整理し、併せて一部企業のM & Aと重複上場による内外価格差という現象を紹介」(同氏, [20], 1ページ)され、研究者のみならず実務家にも有益な検討が行われていて、高く評価できると思われる。しかし、中国企業による海外での株式発行は、実際には本稿で検討するように「B株」や「H株」が、日欧米の金融機関によって引き受けられ、日欧米の個人および機関投資家によって購入されている。このことを念頭に置くならば、中国企業株の香港やニューヨーク証券取引所における上場手続きや取り引き実態についての研究は、中国企業株の取り引き市場(発行市場および流通市場)の一部分を検討したに過ぎないように思われる。このように中国企業株の取り引き実態に関する研究が、海外の証券取引所内における取り引きに関する研究に限定されるならば、中国企業株の発行条件や株価形成の実態について十分に解明することは困難なように思われる。

必ずしも、資料が入手し易いとは言えないけれども、『ユーロ・マネー』、『インティテューショナル・インベスター』、『サウスチャイナ・モーニング・ポスト』などの英文雑誌や香港の経済新聞により、日欧米そして中国・香港・台湾のどのような金融機関が中国企業株を引き受けて、売り出しているのかを知ることは可能である。また、最近では、日欧米のミューチュアル・ファンドの『アニュアル・レポート』がネットワーク上で公開されていて、日欧米のミューチュアル・ファンドが中国企業株をどのくらい購入しているのかを知ることも可能である。

本稿では、上記の英文雑誌などにも依拠しながら、中国企業株が海外でどのような金融機関によって引き受けられ、売り出されているのか、どのような投資家(本稿では欧米のミューチュアル・ファンド)によって購入されているのかについて検討する。そのことにより、海外投資家向けに発行された中国企業株の発行条件と株価形成の実態について明らかにする。

- 2) 経済企画庁編, [1], 95ページ。
- 3) 財団法人日本証券経済研究所編, [2], 22—23ページ。
- 4) [1], 226—229ページ, 経済企画庁編, [12], 81ページ。
- 5) [1], 226—229ページ。
- 6) Casserley, D., Gibb D., [16], p.p. 71—73 .
- 7) 川井伸一, [4], 20—21ページ, NHK中国プロジェクト, [5], 116—121ページ。
- 8) 財団法人日本証券経済研究所編, [6], 82ページ, 174ページ。戴相龍責任編集(桑田良望訳), [7], 85—104ページ。中国企業が発行する株式の内、香港証券取引所に上場された株式を「H株」と呼ぶ。上海および深圳両証券取引所に上場されていて外貨で取り引きされている株式を「B株」と呼ぶ。「B株」市場は1992年2月から、「H株」市場は1993年7月から取り引きを開始している。このほか、ニューヨーク証券取引所に上場された中国企業株は「N株」、ロンドン証券取引所に上場

された中国企業株は「L株」、東京証券取引所に上場された中国企業株は「T株」、シンガポール証券取引所に上場された中国企業株は「S株」と呼ばれる(以下、「H株」を発行している中国国有企業の数以外は、平岡証券ウェブサイト「レッドチップのabc」(www.hira.co.jp/ar2/par\_red2.html)2002年に依拠している)。

「H株」発行企業は、香港で株式を発行しているが、発行主体は中国の国有企業なので中国の会計基準やディスクロージャー(財務情報の開示)制度に基づいて企業活動を行っている。しかし同時に、香港証券取引所の上場基準を満たす必要があるため、上場の際に、大幅なリストラや経営実態を公開する必要に迫られる。このように中国の国有企業は、「H株」を発行することによって大幅な経営改善を求められるが、そのかわり大規模な資金を調達することができる。

2001年8月時点で、「H株」を発行している中国の国有企業は、54社ある(牛冠興主編,〔10〕,5-7ページ)。

海外で発行される中国企業株には、もう一種類「レッドチップ株」がある。これは、中国側が資本を出資する企業で、香港を活動の基盤とする、または香港の法律に基づいて活動する(または香港で会社登記した)中国企業の香港現地法人である。「H株」発行企業との違いは、より洗練された欧米流の経営手法を採用している企業である事、香港の低率法人税(15%)などの優遇措置を享受している企業であること、などが挙げられる。97年10月に香港で株式上場した中国電信が「H株」ではなく「レッドチップ株」として上場したのは、海外投資家に対して自社が一流企業であるということをアピールするねらいがあったと考えられる。

「H株」発行企業には、重工業系の国有企業が多いのに対して、「レッドチップ株」発行企業には、情報通信・サービス、インフラ投資会社などが多い。中国国内だけでなく、活動の場を広く海外に求める中国企業は、香港企業という外面をもつ「レッドチップ株」発行企業となるケースが多い。

本稿では、「B株」と「H株」を、どのような金融機関が引き受けて売り出し、ミューチュアル・ファンドがどのくらい引き受けていたのかについて検討し、「レッドチップ株」については、別稿で検討することにする。

- 9)〔6〕,48ページ。
- 10) 中国証券監督管理委員会編,〔8〕,139ページ。
- 11) 平岡証券,〔12〕。
- 12)〔6〕,128-135ページ。
- 13) 財団法人日本証券経済研究所編,〔9〕65-69ページ,184-197ページ。
- 14)〔9〕68-69ページ。
- 15) ガーバー(P.M.),ワイズプロット(S.R.), (吉野直行ほか訳),〔13〕,1-31ページ。
- 16) Irvine, S〔15〕,70ページ。
- 17)〔6〕,130ページ。

18), 19), 20) 牛冠興主編, [10], 332—333ページ。今回の株式発行数は、総発行株数の33.01%であった([10], 332ページ)。

21) 1990年10月に中国電信(香港)が、香港とニューヨークで株式と債券を発行して26億ドルを調達した際に、ベア・スターンズは、ゴールドマン・サックス、CICC(China International Capital Corp. 中国国際金融公司)とともにグローバル・コーディネーターの座を獲得した(『ユーロ・マネー』(99年12月), 『インスティテューショナル・インベスター』(2000年1月))。この時、ベア・スターンズのマーガレット・レンは、中国大陸出身で中国共産党の幹部を親戚に持っていて、ベア・スターンズが共同引き受け主幹事の座を獲得する際に援助したと言われている(Martin, B., [16], 83ページ)。

このように日欧米の金融機関が、中国企業の証券引き受けに際して主幹事の座を獲得するに当たって、人的コネクションを駆使していたことは十分考えられる。ただし本稿で取り扱う、東方電機、広深鉄道とえん州炭鉱の証券引き受けに際して、人的コネクションがどのように作用していたかは不明である。中国企業の証券発行における外国金融機関の主幹事獲得と人的コネクションの関連については、別稿で検討したい。

22) Citic Ka Wah Bank, [17], p 24 .

23) 有賀弥生, [22], 58ページ。

24) 『日本経済新聞』1998年9月3日付。原油価格の下落により、石油採掘会社の経営不振＝法人税収減および石油輸出減少による外貨準備の減少などの要因により、内外投資家に対して発行されたロシア国債の償還財源の不足は、深刻であった。

25) 奥村皓一, [23], 181—193ページ。

26) 厳密に言えば、ベア・スターンズは、ヘッジ・ファンドへの投資を行っていなかったのではなく、投資していたが、途中でリスクが大きくなることを予想して追加融資を行わなかった、というのが真相のように思われる。

例えば、1998年には、ベア・スターンズは、LTCM に対して従業員への賞与支払い分として3800万ドルを当座貸越で供与している(ニコラス・ダンバー(寺澤監訳), [24], 368—369ページ)。しかしベア・スターンズは、1998年下旬にLTCM が巨額の損失を抱えて救済融資を必要としていた時に、パリ国立銀行(Banque Nationale de Paris)とともに、既に抱えているリスクが十分大きいとして、一切の救済融資への参加を拒絶していた([24], 397ページ)。

27) The Bear Stearns Company Inc., [29] .

28) [29].

29) [29].

30) [2], 220—221ページ。

31) [2], 69, 201, 215ページ。

32) [30].



- 33) [30].  
 34) [30].  
 35) [17], p.24.  
 36) [29].  
 37) [29].  
 38), 39) 『ユーロ・マネー』(1997年12月), N. M. Rothschild & Sons, [44], p. 12.  
 40), 41), 42) Yanzhou Coal Mining Company, [43].  
 43) Yanzhou Coal Mining Company, [43].  
 44), [26],.  
 45), [26],.

### 〔参考文献〕

- [1] 経済企画庁編『平成7年版 世界経済白書』大蔵省印刷局, 1995年。  
 [2] 財団法人日本証券経済研究所編『図説 アメリカの証券市場1998年版』財団法人日本証券経済研究所, 1998年。  
 [3] 孔永新・馬耕之主編『世界30家銀行資産負債及財務状況概覧』中国金融出版社, 1995年。  
 [4] 川井伸一『中国企業改革の研究』中央経済社, 1996年。  
 [5] NHK 中国プロジェクト『中国～12億人の改革開放3』日本放送出版協会, 1995年。  
 [6] 財団法人日本証券経済研究所編『図説 中国・香港の証券市場』財団法人日本証券経済研究所, 1996年。  
 [7] 戴相龍責任編集(桑田良望訳)『中国金融読本』中央経済社, 1999年。  
 [8] 中国証券監督管理委員会編『2001中国証券期貨統計年鑑』百家出版社, 2001年。  
 [9] 財団法人日本証券経済研究所編『新版現代証券辞典』日本経済新聞社, 1992年。  
 [10] 牛冠興主編『香港股市的中資公司』中国財政経済出版社, 2001年。  
 [11] 経済企画庁編『平成8年版 世界経済白書』大蔵省印刷局, 1996年。  
 [12] 平岡証券ウェブサイト「B株のabc」([www.hira.co.jp/ar2/par\\_b2.html](http://www.hira.co.jp/ar2/par_b2.html)) 2002年。  
 [13] ガーバー (P.M.), ワイズプロット (S.R.), (吉野直行ほか訳)『最新 アメリカ金融入門』日本評論社, 1994年。  
 [14] Casserley, D., Gibb D., Banking in Asia, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd., 1999.  
 [15] Irvine, Steven, "Winning the China Game", *Eurononey*, September, 1997.  
 [16] Martin, Brad "Making rain in China", *Institutional Investor*, Jan. 2002.  
 [17] Citic Ka Wah Bank, *Annual Report 1998*.

- [18] 王東明「香港株式市場の中国企業株(H株)について」『証券経済研究』第7号(1997年7月)。
- [19] 同上「中国のB株市場」『証券経済研究』, 20号(1999年7月)。
- [20] 同上「中国国有企業のニューヨーク上場」『証券経済研究』29号(2001年1月)。
- [21] 裴桂芬「中国国有企業の資金調達」『証券経済研究』24号,(2000年3月)。
- [22] 有賀弥生「統合市場における欧州金融機関の再編①」『国際金融』1025号(1999年5月1日)。
- [23] 奥村皓一「グローバル市場競争下の「国境を超えるM&A&A(買収・合併・提携)」(下)」『関東学院大学経済経営研究所年報』第22集(2000年3月)。
- [24] ニコラス・ダンバー(寺澤芳男監訳)『LTCM伝説—怪物ヘッジファンドの栄光と挫折—』東洋経済新報社, 2001年。
- [25] 『アジア・ビジネス・ウィークリー』No 11(1998年3月25日)。
- [26] Chung, Y., A. Seno, A, “Stocks to Watch”, *Asiaweek* (Mar.30-Apr. 6,2001) .
- [27] 中国証券監督管理委員会編『1995中国証券統計年報』中国法制出版社, 1996年。
- [28] 中国国家统计局編『中国統計年鑑 2001年版』中国統計出版社, 2001年。
- [29] The Bear Stearns Company Inc., “Overview (Nov.30,2001)”, (website: [www.bearstearns/overview.html](http://www.bearstearns/overview.html)).
- [30] 一, “1990s history (Nov.30,2001)”, (website:[www.bearstearns/history1990s.html](http://www.bearstearns/history1990s.html)).
- [31] ABN AMRO Funds (Lux), “Annual Report (Apr.30,2001)”, (website: [www.asset.abnamro.nl/asset01.nsf/CountriesFormInvestingInFunds](http://www.asset.abnamro.nl/asset01.nsf/CountriesFormInvestingInFunds)).
- [32] Van Kampen (A Asset Management division of Morgan Stanley), “Emerging Markets Fund Annual Report (Jun. 30, 2001)”, (website:[www.vankampen.com/products/mf/000006023.asp](http://www.vankampen.com/products/mf/000006023.asp)).
- [33] Goldman Sachs Funds, “International Equity Funds Annual Report (Aug. 31, 2001)”, (website:[www.gs.com/funds/FUNDS/annsh\\_inter-national.pdf](http://www.gs.com/funds/FUNDS/annsh_inter-national.pdf)).
- [34] Credit Agricole Funds, “Audit Annual Report (30 Jun., 2001)”, (website:[www.ca-funds.com](http://www.ca-funds.com)).
- [35] Royal Mutual Funds, “Annual Report (Dec. 31, 2001)”, (website: [www.royalbank.com/rmf/pdf/rmfar01.pdf](http://www.royalbank.com/rmf/pdf/rmfar01.pdf)).
- [36] BMO Mutual Funds, “Semi-Annual Report 2001 (Mar. 31, 2001)”, (website:[www.bmo.com/mutualfunds/pdfs/bmosemi.pdf](http://www.bmo.com/mutualfunds/pdfs/bmosemi.pdf)).
- [37] SSgA Funds Emerging Markets Fund, “Semiannual Report” (Feb. 28, 2001)”, (website:[www.ssgafunds.com/forms/pdf/sar\\_emergingmkt.pdf](http://www.ssgafunds.com/forms/pdf/sar_emergingmkt.pdf)).

- [38] Credit Suisse Equity Fund (Lux), "Fund Report (Mar. 31, 2001)", (website:www.csam.-europe.com/dss/fundsamdi).
- [39] UBS (CH) Equity Fund-Emerging Markets, "Semi-Annual Report 2001 (Nov. 30, 2001)", (website:www.ubs.com/e/investmentfunds/legal/reports\_ch.html).
- [40] UBS (Lux) Equity Fund-Greater China, "Annual Report (31 Dec., 2001)", (website:www.ubs.com/e/investmentfunds/legal/reports/reports\_lux.html).
- [41] UBS (CH) Equity Fund-Emerging Asia, "Annual Report 2000/2001 (30 Sep., 2001)", (website:www.ubs.com/e/investmentfunds/legal/reports\_ch.html).
- [42] UBS (CH) Equity Fund-Asia, "Annual Report 2000/2001 (30 Sep., 2001)", (website:www.ubs.com/e/investmentfunds/legal/reports\_ch.html).
- [43] Yanzhou Coal Mining Company, "Interim Results for the six month ended 30th June, 1998", (website:www.irasia.com/listco/hk/yanzhoucoalinterim/98/int.htm).
- [44] N. M. Rothschild & Sons, "Annual Report 1999", (Website:www.nmrothschild.com/annual\_reports/articles/1999\_Annual\_Report.PDF).