

論 説

CICC (China International Capital Corporation,
中国国際財務公司) の活動について
—— 欧米投資銀行の対中国戦略 ——

佐 野 健 太 郎

目 次

はじめに

- [1] 中国の国有企業改革
 - [2] 香港における中国政府の経済戦略
 - [3] 香港の通貨・為替システム
 - (1) 香港の発券銀行
 - 壹) 香港上海銀行
 - 貳) スタンダード・チャータード銀行
 - 参) 中国銀行
 - (2) 香港の為替システム
 - [4] 中国政府の外資導入政策
 - [5] 株式・社債発行による資金調達
 - 壹) 中国国際財務公司
 - 貳) モルガン・スタンレーとゴールドマン・サックス
 - [6] その他外資系投資銀行の戦略
 - 壹) BZW
 - 貳) ベレグリン
 - 参) ジャーディン・フレミング
 - 四) レーマン・ブラザーズ
- おわりに

はじめに

1997年7月のタイ・パーツの投げ売りに端を発したいわゆる「アジア通貨危機」は、見る見る周辺諸国（マレーシア、シンガポール、インドネシア、フィリピン）に波及し、各国通貨への売り圧力が強まることとなった。

通貨投げ売りの圧力は、97年10月までに、韓国、台湾、香港にまで及ぶこととなった。しかし、アジア新興工業国の中では唯一中国だけが、通貨売り攻撃の対象から外れている。これは、J・バグワティ教授も指摘するように、中国政府が「資本勘定の兌換性」を厳しく制限しているからである¹⁾。にもかかわらず中国政府は、97年の経済成長率（国内総生産成長率）が8.8%となると発表した²⁾。

「アジア通貨危機」に見舞われた国は、例外なく、98年度の経済成長率を著しく低下させている中で、中国が高い経済成長を達成したことは、中国経済の実情を明らかにする作業を私たちに迫るものと言えよう³⁾。

では一体、「資本勘定の兌換性」を制限したままでどのようにして、中国政府は比較的高い経済成長率を達成したのであろうか。どのようにして経済成長に必要な資金を確保したのであろうか。そのことを明らかにするために、「漸進的改革」の一典型としての中国の経済改革を概観し、中国企業がどのようにして資金調達しているのかという点を中心に検討する。

〔1〕 国有企業改革

中国政府は、1978年以降、いわゆる「改革・開放」政策を実施して、計画経済を活性化しようとした。沿海部に「経済特区」を設置して、積極的に外国資本を導入し、合弁事業を推進した。そして合弁事業＝合弁会社の工場から製品を輸出しながら、世界市場で生き残ってゆくノウハウを蓄積しようと模索していたのである。自由市場の部分的な導入も行われ、表面的には、経済活動が活性化したように思われた⁴⁾。

しかし、約10万社にのぼる国有企業の体質を改善するには至らなかった。中国全体で国有企業の赤字額は、1980年以降、一年毎にほぼ300～600億元にも達し、中国政府は、赤字相当額に対して「企業欠損補助金」を財政から支出して、補填しなければならなかった⁵⁾。苦肉の策として、中国政府は、1984年に、中国人民銀行（中央銀行）の商工業貸付部門を独立させて、中国工商銀行を設立し、国有企業への融資を同銀行に肩代りさせようとしたが、国有企業の赤字額は減少せず、「企業欠損補助金」の削減にはつながらなかった。また、中国工商銀行などの国有専門銀行による国有企業向け貸付の多くが、回収不能債権となるという問題も新たに浮上している⁶⁾。

こうした状況に直面して、中国政府は、1984年に株式制を試験的に導入したが、1990年に上海証券取引所を再開し、翌1991年には深圳に証券取引所を開設して、国有企業に対して、本格的に株式の上場による資金調達を許可した。また1992年以降、中国政府は、香港・ニューヨーク・東京・ロンドンなど海外の証券取引所で、国有企業の株式上場を許可し、1993年から実際に中国の国有企業や中国系現地法人が、海外で株式・社債を発行して資金調達を開始した⁷⁾。表1によれば、流通株式の割合では、中国人向けに国内で発行された「A」株が最も多く、外国人向けに香港で発行された「H」株、外国人向けに国内で米ドル価格で発行された「B」株の順に多くなっている。本稿では、株式流通額が大きい香港の事例を中心に検討する。

〔2〕 香港における中国政府の経済戦略

1990年以降、中国政府の財政歳入総額は年額約5000～6000万人民元であるが（表3）、中国系企業が同じ時期に香港で調達した資金は、年額約600万-4000万香港ドルであった（表2）。人民元の対ドルレートが、1 USドル＝8 人民元、香港ドルの対ドルレートが、1 USドル＝7.5香港ドルなので、1 香港ドル＝1.07 人民元となり、この対ドル交換レートを考慮しても、1997年一年間に、中国系企業が香港で調達した資金4369万4000香港ドルは、1996年の中国財政歳入総額6872万人民元の約2/3に匹敵する。

表1 上海証券取引所上場企業資本構成の変化

	1992年末	1993年末	1994年末
上場企業数	29社	106社	171社
株式発行総額	44億6,721万1,912株	265億9,656万6,606株	463億9,641万4,382株
1. 未流通株式	32億5,012万2,012株	195億5,515万2,942株	314億9,131万5,967株
2. 流通株式	24億3,417万9,800株	140億 28万2,732株	149億 509万8,415株
(1) A株	12億1,708万9,900株	70億 141万3,664株	76億7,384万 415株
(2) B株	4億1,208万9,900株	29億8,916万5,664株	31億4,908万 株
(3) H株	8億 500万 株	40億1,224万8,000株	40億8,217万8,000株

(注)「未流通株式」には、1. 発起人保有分(政府保有分、外国法人保有分、国内法人保有分)、
2. 私募発行株式 3. 非上場従業員保有株 4. 優先株その他、が含まれる。

(原典) 上海証券取引所

(出所) 中国証券監督管理委員会編、〔2〕、110-111ページ。

表2 香港株式市場における上場企業数と株式時価総額の推移

	上場企業数			株式時価総額 (HK \$)		
	全体	レッドチップ	H株	全体	レッドチップ	H株
1993	447	30	6	2兆9,753億	782億 2,500万	182億 2,900万
94	529	35	15	2兆851億	467億 7,600万	199億 8,100万
95	542	37	17	2兆3,483億	578億 9,900万	164億 6,400万
96	583	40	23	3兆4,759億	1,583億 8,900万	315億 2,000万
97	658	47	39	3兆2,021億	3,887億 5,300万	481億 8,700万

(原典) 日興リサーチセンター(香港)

(出所) 真家陽一「国際金融センター香港の行方」(『アジア研ワールドトレンド』第35号、1998年6月)、20ページ。

表3 中華人民共和国歳入総額

(単位: 億元)

1993年	5,088
94	5,218
95	6,188
96	6,872
97	—

(注) 1993年の対USドル交換レートは以下の通り。1USドル=7.8HKドル

1USドル=8.7人民元 従って、1HKドル=1.1153人民元

(出所)〔14〕10ページ。

中国系企業は、一体どのようにして、巨額の運営資金を香港で調達していたのだろうか。そこでまず中国系企業による資金調達の実態を検討する前に、香港の経済システムについて確認しておこう。

香港は、1997年7月に中国政府に主権を返還され、「中華人民共和国香港特別行政区」となり、「香港特別行政区政府」が香港の具体的な統治を行なうことになった。しかし、特に立法・司法制度については、中国政府が主導権を握って改革が進められ、人民解放軍も香港に進駐したことから、香港は中華人民共和国政府の統治下に入ったと考えることができる。

これに対して、経済制度については、『中華人民共和国香港特別行政区基本法』（以下『基本法』）に明記されているように、資本主義制度を50年間維持し、社会主義経済制度はその間香港には適用しないこととし、資本主義制度を香港の経済制度の基本とすることを確認している（『基本法』第5条⁸⁾）。

「一国二制度」とは、このように、中国政府が香港を統治する際に、「社会主義市場経済」をいきなり香港に適用するのではなく、現行の「資本主義制度」を50年間存続させ、香港の市場経済のメリットを大陸経済に取り込もうという中国政府の野心的な戦略の現われと考えられる。そして、中国政府が50年間存続を認めた、香港の通貨・為替システムが、1993年以降、中国系企業が香港で巨額の資金を調達する際に大いに効果を発揮することになる。そこでまず、香港の通貨・為替システムについて検討する。

〔3〕 香港の通貨・為替システム

香港の通貨制度は、香港固有のシステムの中で運営され、(1)1983年10月17日以降、1 US\$ = 7.8HK\$ の固定レートを導入し（いわゆる「カレンシー・ボードシステム」）、(2)同固定レートで香港ドル発行相当額の US\$ を香港金融管理局外国為替基金に預託する銀行に、香港ドル発行権が付与される、というものである。現在香港では、香港上海銀行、スタンダード・チャータード銀行、中国銀行の3つの商業銀行が香港ドル紙幣を発行している。

香港政庁がこのような独自のシステムを採用したのは、(1)中国大陸との政

治的關係が不安定で（特に1983年）、対ドル交換レートが香港ドル安に大きく変動したため、(2) 為替リスクを最小にして、海外から資金を呼び込むため、などの理由が考えられる。

上で見たように、香港ドルや現行の香港ドル紙幣発行システム、および香港ドルと外貨の交換性の自由などについても『基本法』では、50年間維持される旨明記されている⁹⁾。

ここで香港の通貨・為替システムがどのように運営されているのかについて確認しておこう。

(1) 香港の発券銀行

壹) 香港上海匯豐銀行股份有限公司（以下、香港上海銀行）

香港上海銀行は1865年に香港と上海で営業を開始した。同銀行は、インド・東南アジア・香港・中国で活動する各国の洋行（商社）が相互の金融的便宜を図ることを目的として設立された¹⁰⁾。1993年春に香港金融管理局が発足するまでは、同銀行は、香港ドル紙幣（＝香港上海銀行券）の約80%を発行し、香港のすべての免許銀行は同銀行に決済口座を設ける＝香港銀行協会手形交換所の管理銀行となるなど、中央銀行と同じ機能を果たしてきた¹¹⁾。

同行は、1866年から今日まで、香港ドル紙幣を発行し続け、現在でも、香港ドル発行総額の約75%を発行する、香港を代表する大手商業銀行である。同行のバランスシート（表4）を見ると、負債項目に「香港上海銀行流通紙幣 HK \$ 612億3400万」と記されている。これが1995年に同行が発行した、香港ドル紙幣の総額である。ちなみに、この発行額は、1995年の香港ドル紙幣発行総額776億 HK \$ の約78.9%にあたる¹²⁾。

次に、同行バランスシートの資産項目を見ると、「香港政庁外国為替基金債務証明書 HK \$ 611億7400万」と記されている（表4）。これは、香港上海銀行が、1 US \$ = 7.8 HK \$ のレートで、香港ドル紙幣発行額相当の US ドル（約77億 US \$）を発行準備として、外国為替基金に預託し、外国為替基金から「債務証明書」を同行が受け取り、香港ドル紙幣を発行したことを示している。

また香港上海銀行が発行する香港ドル紙幣には以下の文言が記されている。

表4 香港上海銀行貸借対照表

(1995年12月31日 単位：百万香港ドル)

資 産		負 債	
現金	315,583	香港上海銀行	
対銀行貸付	76,019	流通紙幣	61,243
商業手形	3,226	各項預金	984,065
譲渡性預金証書	11,102	配当	4,500
香港政庁外国為替基金		関連会社からの	
債務証明書	61,174	払込金	17,082
有価証券	68,003	借入金	20,123
貸付	548,632	株式資本	16,254
関連会社への投資	1,551	引当金	51,586
有形固定資産	48,164	株主基金	67,840
総 額	1,172,516	総 額	1,172,516

(出所) 香港上海銀行, [11] 36ページ。

すなわち「香港上海匯豐股份有限公司は、取締役会の命に従い、顧客の要求に応じて、本券と引き替えに、券面同一額の現地通貨を支払うことを約束いたします。1996年1月香港。」と¹³⁾。この文言は、1935年11月3日まで執行されていた銀本位制度の下で、香港ドル紙幣と銀貨の兌換を保証する文言の名残りはないかと思われる。後で見るように、この文言は、他2行の発券銀行の発行する香港ドル紙幣にも、記載されている。

式) スタンダード・チャータード銀行 (Standard Chertard Bank)

スタンダード・チャータード銀行の前身は、1853年に香港に進出したチャータード銀行 (Chartered Bank of India, Australia & China) である。チャータード銀行は、早くも1853年には、香港ドル紙幣を発行している¹⁴⁾。

スタンダード・チャータード銀行のバランスシートの負債項目を見ると、「その他の負債」に付されている注(注25)がある。この注によれば、「スタンダード・チャータード銀行が発行した銀行券 10億1700万ポンド」と記されている(表5)。これは、同銀行が1995年一年間に、10億1700万ポンドの同行銀行券を発行したことを表わしている。ちなみに、10億1700万ポンドは、121億9300万香港ドルであり、1995年の香港ドル紙幣総発行額の約15.72%である。

表5 スタンダード・チャータード銀行貸借対照表

(1995年12月31日 単位：百万ポンド)

資 産		負 債	
現金及び中央銀行預金	221	顧客預金	18,632
受取小切手	17	関連会社からの支払金	5,345
銀行向け貸付	8,326	その他負債 (25)	4,065
その他資産 (21)	3,716	金融債	781
顧客向け貸付	14,914	借入金	1,381
政府証券及び適格手形	2,083	株主基金	1,902
有形固定資産	208	その他負債	2,622
投資	903		
その他資産	2,349		
総 額	34,728	総 額	34,728

(注) (21) 香港政府外国為替基金債務証明書 10億1,400万ポンド。

(25) スタンダード・チャータード銀行が発行した銀行券 10億1,700万ポンド。

(出所) スタンダード・チャータード銀行, [31] 7ページ。

次に資産項目の「その他の資産」に付されている注(注21)を見ると、「香港政府外国為替基金債務証明書 10億1400万ポンド」と記されている。これは、同銀行が外国為替基金に、香港ドル紙幣発行相当額の米ドルを預託し、外国為替基金から交付された「債務証明書」と引き替えに、同銀行券＝香港ドル紙幣を発行していることを表わしている。

スタンダード・チャータード銀行が発行している銀行券にも、以下のように、香港上海銀行の銀行券と同様の文言が明記されている。すなわち「1853年に営業免許を取得したスタンダード・チャータード銀行は、本券と引き代えに、本券と同一額の現地通貨を支払うことを、お約束いたします。」と¹⁵⁾。これは、スタンダード・チャータード銀行が、同行銀行券発行額相当の米ドルを外国為替基金に預託していることを表わしている。

参) 中国銀行 (Bank of China)

中国銀行は、最近でこそ人民元による資金調達や貸付を行なっているが、もともと外国為替業務専門の銀行であった。前身は、清朝末期に設立された戸部銀行(1904年)、大清銀行(1908年)であった。そして清朝崩壊後、1912年に

中国銀行に改組され、中華民国政府の中央銀行となった。1917年には香港支店を開設している。1928年に南京国民政府が、中央銀行を設立すると同時に、中国銀行は外国為替を専門に取り扱う政府系銀行に改組された。ただし、1935年11月の幣制改革によって発券銀行が4行に整理されても、中国銀行は発券銀行として、1941年まで中国銀行券を発行し続けた¹⁶⁾。

1949年に中華人民共和国が成立すると、中国銀行は中国人民銀行（中央銀行）の外国業務局の管轄下に置かれた¹⁷⁾。1979年になってようやく中国銀行は、中国人民銀行から独立し、外国為替を専門に取り扱う国有專業銀行となり、上で見たように、やや業務範囲を拡大しながら今日に至っている¹⁸⁾。

香港での中国銀行の活動は、1917年に香港支店が開設されて以来、1948年には早くも、中国人民銀行の監督下に、中国の対外金融業務を受け持つ香港の中国系銀行の総元締めであった¹⁹⁾。中国銀行香港支店は、現在では、香港とマカオに38の支店・子会社を運営している。また100%出資の銀行6行を含め12の姉妹銀行を持ち、中国銀行グループを形成している（表6）。同グループの預金額は、香港の商業銀行が保有する総預金額の約25%を占めるに至り、香港の預金市場において着実に影響力を拡大しつつある。このような中国銀行の香港での活動に対して、1993年香港政庁は、1994年5月から中国銀行に香港ドル紙幣（＝中国銀行券）の発行を許可すると発表した²⁰⁾。

中国銀行のバランスシートを見ても（表7）。負債項目を見ても、「発行銀行券」の項目は無い。また、資産項目を見ても、「香港政庁外国為替基金債務証明書」の項目は無い。したがって、1995年中に、中国銀行が米ドルをどのくらい外国為替基金に預託して、中国銀行券をどのくらい発行していたのかは、謎に包まれている。ただ、香港上海銀行とスタンダード・チャータード銀行が発行した銀行券発行額と香港金融管理局が発表している香港ドル紙幣発行総額から逆算すると、1995年中に中国銀行が発行した銀行券発行額は、約29億8900万香港ドルで、発行総額の約4%に相当すると思われる。

また中国銀行が発行する中国銀行券＝香港ドル紙幣にも、前2行の発行する銀行券と同じく、以下の文言が記されている。すなわち「中国銀行は、本券と引き代えに、本券と同一額の香港ドルを、香港のオフィスにて支払うことをお

表6 香港のバンク・オブ・チャイナ・グループ

	本店所在地	拠点数	BOCの出資比率
BOC 香港支店	北 京	30	—
交通銀行	上 海	26	0% (管理委託)
南洋商業銀行	香 港	46	50% 以上
広東省銀行	北 京	26	0% (管理委託)
新華銀行	北 京	40	100% (連結対象)
中南銀行	北 京	21	100% (連結対象)
金城銀行	北 京	30	100% (連結対象)
国華商業銀行	北 京	40	100% (連結対象)
浙江興業銀行	北 京	22	100% (連結対象)
鹽業銀行	北 京	22	100% (連結対象)
寶生銀行	香 港	14	50% 以上
華僑商業銀行	香 港	24	50% 以上
集友銀行	香 港	21	50% 以上
合 計		362	

(注) 1994年末現在。BOC 香港支店の拠点数はその後38カ所に増えている。

(原典) 「バンク・オブ・チャイナ」アニュアル・リポートなど。

(出所) 菊池誠一, [17] 86ページ。

表7 中国銀行貸借対照表

(1995年12月31日 単位: 人民元)

資 産		負 債	
現金	11,350,692,582	中央銀行預金	185,241,148,490
中央銀行預け金	97,768,589,506	同業預金	440,495,221,826
同業貸付	570,781,525,077	各項預金	1,129,247,687,481
手形割引及び買入手形	40,650,347,520	為替金	27,722,543,917
各項貸付及び当座貸越	958,819,121,132	支払金	73,025,775,844
有価証券	142,134,152,084	金融債	23,921,130,828
投資	29,279,713,977	その他負債	20,382,820,386
不動産及び器具	23,013,129,128	(減価償却後の価格)	
受取金	55,504,431,366	株式資本	52,000,000,000
その他資産	90,342,832,082	法定積立金	13,888,076,184
税引後利益	4,686,271,696		
総 額	1,995,127,605,557	総 額	1,995,127,605,557

(出所) 中国銀行, [4] 4-5 ページ。

約束いたします。」と²¹⁾。この文言から、中国銀行が中国銀行券発行額相当の米ドルを外国為替基金に預託し、外国為替基金から「債務証明書」を交付され、中国銀行券を発行していることが推測される。

1996年末現在、中国銀行の香港での発行額は、香港ドル紙幣総発行額の約11.5%であるが、中国政府は徐々に同行の発行比率を引き上げて、将来は同行を香港の中央銀行にしようと目論んでいると言われている²²⁾。長い時間がかかるであろうけれども、中国銀行が香港で中国銀行券の発行比率を引き上げてゆくなれば、中国政府の目論見が現実のものとなるのも夢ではないと思われる。

(2) 香港の為替システム

さて、以上見たように香港ドル紙幣を発行する3つの商業銀行は、それぞれの銀行券に、「本券と現地通貨を交換することを保証する」旨の文言が記されている。この文言は、先に述べたように、中国大陸と香港で1935年11月2日まで執行されていた、銀本位制度下の兌換を保証する文言の名残りであると考えられる²³⁾。

しかしこの文言は決して「死文」と化しているのではない。中国政府は、1983年8月に、香港返還をテーマにして北京で開催された中英首脳会談（当時の鄧小平中国共産党中央顧問委員会主任とサッチャー・イギリス首相）でどのような結論が出ようとも、香港の主権を取り戻すという声明を発表し、政治的緊張が高まった²⁴⁾。82年年末に1US\$=6.48HK\$であった為替レートが、83年9月16日には1US\$=7.89HK\$まで下落した。同じ週の週末、北京会談が決裂したとのニュースが伝えられ、外国為替基金が香港ドル買い介入を行なったが、1US\$=9.6HK\$まで下落した²⁵⁾。

香港市民はこの時、香港ドル紙幣に記載された上の文言を根拠にして、香港ドル紙幣を米ドル紙幣に交換しに、銀行の両替窓口に殺到したと思われる。

このような事態、すなわち香港市民が香港ドルを米ドルに交換しに、銀行の窓口に殺到するということは、香港ドルの対ドルレートが急落するという意味で、香港政庁から見ると、確かにゆゆしき事態である。しかし見方を変えれば、このような事態は、香港ドルが米ドルと自由に交換できることを証明し

ていると考えることもできる。実際には、香港政庁は、事態を打開するべく、新しい政策を提示することとなる。

外国為替基金は82年末までに約42億US\$の米ドル資産しか保有しておらず、そこで香港政庁は、「香港ドル危機」から脱出するために、83年10月17日に以下のような、香港ドルの価値を維持する措置を発表した。すなわち、(1) 1 US\$ = 7.8HK\$ の固定為替レートへ移行、(2) 発券銀行は、香港ドル紙幣を発行する際に、同固定為替レートで、香港ドル紙幣発行額相当の米ドルを、外国為替基金に預託し、外国為替基金から「債務証明書」を受け取って、はじめて香港ドル紙幣を発行することができる、というものであった。この措置は効果を発揮し、今日に至るまで、1 US\$ = 7.8HK\$ という固定レート付近に安定的に推移している²⁶⁾。

ただし1997年10月に、アジア通貨危機の影響を受け、香港ドルも投機筋から売り浴びせられ、1998年に入ると、1 US\$ = 7.75HK\$ へと固定為替レートを若干香港ドル高きみに変更した²⁷⁾。

しかしながら総じて、香港ドルの対米ドル交換レートが固定されていることにより、海外の投資家から見ると、香港で投資する場合、為替リスクが軽減され、投資しやすいと映ることは、事実であると思われる。あとで見るように、1992年に中国政府が、中国国有企業に香港証券取引所での株式上場を認め、ここから、中国国有企業が運転資金を調達できるようになったのは、香港には海外から資金を吸収することができる条件（香港ドルは外貨との交換が自由であり、為替リスクが小さいなど）があったからではないかと思われる。

〔4〕 中国政府の外資導入政策

コロンビア大学のジャグディシュ・バグワティ教授（Jagdish Bhagwati）は、以下のように述べている。

「…アジア危機の発生は、海外からの短期資本の過剰借入れと切り離しては考えられない。これは、アジア各国が資本勘定への規制を緩め、銀行や企業に、海外からの借入れを認めたことによる。インドネシア、マレーシ

ア、韓国、タイ、フィリピンへの民間資本の流入総額は、94年の410億ドルから、96年には930億ドルまで増大した。それが97年に、突然120億ドルも流出したのである。こうなると、資本移動に伴う危機を無視できないことは明らかである。…（こうした東南アジア諸国の外資導入政策とは異なつて一筆者）中国・日本という、政治・社会・歴史のいずれの点でも異なる両国が、資本勘定の兌換性なしに著しい成長を遂げてきたのだ。

西欧の復権も、資本勘定の兌換性なしに達成された。ただしスイスだけは当初から緩やかながら資本移動の自由化が進められていたが、80年代後半まではそのメリットは表れなかった。またポルトガルやアイルランドなどでは、90年代初めまで資本移動の自由化が実施されていなかった²⁸⁾。

このように、J・バグワティ教授によって「資本勘定の兌換性なしに著しい成長を遂げてきた」と言われる中国では、一体どのような外資導入政策が採用されてきたのであろうか。

1994年1月以降、人民元の公定相場と内部決済相場が一本化され、1米ドル＝8.7元に人民元が切り下げられ、現在に至るまで対米ドル相場は、人民元高きみに安定的に推移している。こうした状況の中で、中国政府は2000年までに經常取引（財やサービスの取引）における人民元の交換性を実現する意向を表明している（1996年3月）。この背景には、上で見たように為替相場が安定的に推移していることのほかに、1996年6月末までに866億US\$の外貨準備が確保されるなど、人民元交換性実現の環境が整いつつあることが挙げられる。また、WTO（世界貿易機関）加盟を目指す中国政府としては、諸外国に対して好印象を与えたいという意図も働いていると思われる。

具体的には、1996年3月から、江蘇省および、上海、大連、深圳各市で、外資系企業が、經常取引に関しては、外国為替管理局の許可なしで外国為替指定銀行で外貨交換することが認められた。これに伴い、經常取引のための外貨基本口座と資本取引のための外貨専用口座を区分して外国為替指定銀行に開設する旨規定された。この措置は、經常取引については通貨交換の自由化を促進する一方で、資本勘定に伴う通貨交換には厳格な管理を行うためである²⁹⁾。

このように中国では、財やサービスの取引以外の目的（証券、不動産取引な

ど)で人民元と外貨を交換することは厳しく規制されているため、東南アジア諸国のように、巨額の短期外貨資金を大急ぎで取り込んで、また巨額の外貨資金が一度に国外へ流出するという、「通貨危機」に至ることは、まず考えられない。しかし、このように資本勘定の兌換性を制限することにより、経済活動を行なう上で、大きな混乱を回避することは可能だが、毎年10%近くの経済成長率を実現している中国経済にとって、国内の資金需要を満たせるだけの資金調達ルートを整備することが緊急の課題となっていた。

〔5〕 株式・社債発行による資金調達

中国政府は、1990年に上海証券取引所を再開し、翌91年には深圳証券取引所を開設し、株式を上場することによる中国企業の資金調達を許可することとした。さらに中国政府は、翌92年に海外の証券取引所で株式を上場して資金調達することも許可した。この決定に伴って、中国国務院（日本の内閣にあたる）は、1992年9月に海外の証券取引所で株式の上場を行なう中国企業の候補リストを発表した。以後1998年までに5回にわたって、国務院は海外の証券取引所で株式の上場を行なう中国企業の候補リストを発表している³⁰⁾。

ここに掲げられている海外上場企業候補リストを見てみると、インフラストラクチュア整備に関わる国有企業が多く含まれていることがわかる。例えば、造船会社、電力会社、電線製造会社、高速道路開発会社、自動車メーカー、航空会社、鉄道会社など、インフラ整備に関わる企業が名前を連ねている。また、中国系企業香港現地法人（レッドチップス）の香港における株式上場も目だってきている。これらの企業は、中国国務院・地方政府・国務院直轄省庁などが株式の過半数以上を保有している場合が多い（表8）。レッドチップスの中でも資産規模で最大の CITIC（China International Trust and Investment Corp., 中国国際信託投資公司）の場合、香港現地法人の CITIC パシフィックは、香港や中国本土の企業の株式へ投資しているが、投資している企業の中には、航空会社、火力発電所、橋梁建設会社、トンネル開発会社、電気通信会社、都市再開発会社、などのインフラ整備に関連する企業が含まれている（表9）³¹⁾。

表8 香港株式市場に上場している主な中国系企業香港現地法人

(単位：億香港ドル、カッコ内は順位)

	香港の出先機関名	中国側の出資母体	時価総額
CITIC パシフィック	CITIC 香港	CITIC 本社	410.7(15)
広東インベストメント	広東エンタープライズ	広東省政府	83.8(38)
広州インベストメント	越秀企業	広州市政府	37.4(70)
チャイナ・リソーシズ・ エンタープライズ	華潤公司グループ	中国政府 (対外経済貿易部)	32.3(79)
チャイナ・トラベル	チャイナ・トラベル サービス (HK)	中国旅行社	27.3(92)
嘉華 (カワ) 銀行	—	CITIC	2.3(107)
北京エンタープライズ		北京市政府	
上海インダストリアル		上海市政府	
コスコ・パシフィック		中国政府 交通省	
チャイナ・マーチャント チャイナ・エバークライト		〃 中国政府 國務院	

(注) 時価総額は95年8月11日現在。順位は全上場会社529社中のランキング。

なお、CITIC 本社は、中国國務院が100%株式を保有している。

(出所) 菊池, [17] 103ページ。なお、一部筆者が加筆した。

また、レッドチップスの中には、チャイナ・マーチャント・ホールディングス (China Merchants Holdings) のように、香港で調達した資金を中国本土の高架道路建設に投資している企業もある³²⁾。さらに香港などで資金調達する企業の中には、鉄鋼、非鉄金属精錬、石油化学、重機械、工作機械、などのメーカーも多数含まれている。こうした企業が運営資金を香港などで調達し、中国本土で生産活動に従事することにより、中国の国内総生産を引き上げてゆく原動力になっていると思われる。

なお1992年以降、海外の証券取引所で株式を上場して資金調達を実施した中国企業の8割以上が、香港で資金調達している。そこで、本節では、中国企業が香港でどのようにして資金調達しているのかという問題について、株式および社債の発行・引受がどのようにしておこなわれているのかという観点から検討する。

表9 CITIC パシフィックの主な投資先

	出資比率	取得期間	
大昌行 (ダーチョンホン)	100%	92年7月	貿易, 自動車販売, 食品, 小売りなど
香港リゾート	50	94年3月	ランタオ島ディスカバリー・ベイ地区の開発
タッチー・アベニュー・ショッピングセンター	50	93年3月	九龍塘駅前の大規模再開発, スワイヤ・グループと合併
ドラゴン・エア	46.2	92年	最大株主, 他にキャセイ航空が保有
ウェスタン・ハーバー・クロッシング	35	93年	ビクトリア港西部の海底トンネル会社。建設中
グリーンバレー・ランドフィル	30	93年	廃棄物処理事業 (新界)
イースタン・ハーバー・クロッシング (道路)	28.5	94年4月	ビクトリア港東部の海底トンネル運営会社。すでに開通
	10		
マカオ・テレコム	20	91年8月	
マンハッタン・カード*	20	93年7月	米チェース・マンハッタン銀行系のカード会社
エンバイロペース	20	92年	科学廃棄物の処理会社
キャセイ・パシフィック航空*	12.5	91年8月	スワイヤ・パシフィックが25%保有
香港テレコム	12.	93年2月	CITIC 香港も若干所有
香港エアカーゴ・ターミナルズ	10	93年11月	香港カイタク空港の貨物取扱会社
〈中国国内の投資〉			
利港火力発電所	56.3%	93年2月	江蘇省, 3000 MW 計画。第1段階は完成
江陰興澄鋼鉄	55	93年11月	電炉メーカー, 年産35万トン
無錫華達電機	55	同上	産業 (ポンプ用) モーター製造
無錫通菱電機	55	同上	電線ケーブル製造
新力火力発電所	50	93年2月	河南省, 1000 MW 計画。第2段階は完成
開封火力発電所	50	94年10月	河南省, 125 MW 計画。97年に完成
延安東路トンネル	50	94年	上海市と浦東地区を結ぶ。この外に新トンネルを建設中
南浦大橋	45	94年	上海市と浦東地区を結ぶ
楊浦大橋			
打浦路トンネル			
浦東火力発電所	25	94年	上海市, 4400 MW 計画。97年に完成

(注1) *印は香港株式市場の上場会社

2) 一部の投資先企業は, 会社の名前ではなく事業の名前となっている。

3) イースタン・ハーバー・クロッシングは道路トンネルと鉄道トンネルの2本建てになっているため個別に出資者がいる。

(資料) 各年度アニュアル・リポート。出資比率は94年末。

(出所) 菊池, [17], 100-101ページ。

㊦) 中国国際財務公司（China International Capital Corporation, CICC）

1995年に中国国際財務公司（China International Capital Corporation CICC）が設立された。同公司是資本金1億US\$（約8億人民元）、持株比率は中国建設銀行が42.5%、モルガン・スタンレー・グループが35%であった。また中国政府系の企業が同会社の株式の22.5%を保有する、中外合弁の投資銀行である（表10）。同会社の取扱業務は、中国企業が発行する株式（「A」株、「H」株、レッドチップスなど）、社債、国債などの一次市場（発行市場）での引き受け・売り出し業務、財務アドバイザー業務、企業金融・企業の合併買収の仲介などの業務を行なっている（表10）。

1997年に中国国際財務公司是、1996年8月から97年6月にかけて行なわれた13の取り引きの内容を公表している（表11）。それによれば、同公司是、中国国有企業8社、中国系企業香港現地法人4社の金融業務に関与している。このように同公司是、中国および香港の資本市場で、中国（系）企業の株式・社債発行において、合弁投資銀行のなかでは最大手である。

中国国際財務公司的の頭取は、単独では最大株主の中国建設銀行頭取のワン・チ・シャン（Wang Qi shan 以降ワン氏）であった。ワン氏は、中国人民銀行（中央銀行）の前副行長（前副総裁）であった³⁰⁾。ちなみに、当時の人民銀行行長は國務院現首相の朱鎔基氏であった。モルガン・スタンレー・グループ

表10 CICC (China International Capital Corp.)
中国国際財務公司的の概要

○ 資本金	1億\$
○ 持ち株比率	
・ Chinese Construction Bank（中国建設銀行）	42.5%
・ Morgan Stanley Group	35%
・ その他	22.5%
○ 取扱業務	
・ 株式、社債、国債などの引き受け、売り出し業務（H株、レッドチップス関連、A株）。	
・ 企業金融、合併・買収の仲介	
・ 財務アドバイザー業務	

（出所）Irvine, S., [12] p. 66.

Kazuhiko, S., [29] pp. 32E-32F.

表11 中国国際財務会社の活動

日 時	取 り 引 き	CICC の役割
1996/8	中国第一汽車工場グループ 8 億1,500万人民元を融資。	Financial adviser
96/8	珠海高速道路会社の 2 億 \$ 優先株と劣後債の発行。	〃
97/1	慶鈴汽車公司 1 億1,000万 \$ の社債発行。	〃
97/3	北京大唐電力発電会社の株式新規公開	〃
97/5	北京控股 (Beijing Enterprises Holdings) の IPO	Co-manager
97/5	華能国際電力会社の 2 億3,000万 \$ 転換社債発行。	Underwriter
97/5	中国東方航空 IPO	〃
97/6	江西製銅公司 IPO	〃
97/6	第一汽車公司 3 億人民元 A 株 IPO。	Co-lead underwriter
97/6	中国電信香港 (China Telecom HK) による、香港テレコム株 6 億4,400万株をケーブル&ワイヤレス社 (英国) から取得。	Financial adviser
97/6	China Everbright Finance & Investment Co. に対する融資。	Financial adviser and co-arranger
97/6	China Everbright-IHD Pacific が、8,770万株の既発行株式を機関投資家に対して売り出した。 同社が 1 億7,555万株の新株を China Everbright Holdings Co. (HK) に売却した。	Joint lead underwriter
97/6	China Everbright-IHD Pacific が、Everbright Bank of China の株式20%を取得。	Joint lead underwriter

(注) IPO=initial public offering 株式新規公開

(出所) *Institutional Investor*, September 1997 pp. 32E-32F.

は、ワン氏に朱鎔基首相周辺の中国コネクションを紹介するように希望していた³⁴⁾。

さて、中国側が中国国際財務公司に投資した目的はどのようなものであろうか。持ち株比率や人的関係から見て、同公司の設立にあたっては、中国国務院の意向が強く働いていたと考えられる。前節で見たように、中国国務院は、1992年に国有企業や中国系企業香港現地法人の株式上場を認めている。中国国務院関係者（直接的に言えば朱鎔基現首相）が香港での株式上場業務や周辺業務（財務アドバイザー業務や企業金融・企業買収の仲介）を同公司に引き受けさせ、中国企業に最良の条件で資金調達させようと考えたとしても不思議ではあるまい。現に、同公司の頭取には朱鎔基現首相と人民銀行で同僚であったワン氏が送り込まれている。しかも、ワン氏は、中国側単独最大株主である中国建設銀行の頭取を兼任しており、株主総会では、最大株主の代表として発言する地位にある。

しかし、CICCは、上場業務や周辺業務の経験が浅いため、ニューヨークの投資銀行であり、CICCの合併相手であるモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター・ディスカバリー（Morgan Stanley and Dean Witter, Discover）に中国人スタッフを派遣して、金融実務の専門家を育成することを当面の目標にしている（『ユーロ・マネー』誌記者のインタビューに対する人事担当経営執行副責任者ファン・フェン・レイ氏の回答³⁵⁾）。このように、中国建設銀行とモルガン・スタンレー・グループは、CICCにおける活動を通じて、相互に良い影響を与え合いながら、それぞれの目標を実現しようとしているのである。

例えば、1997年3月に、北京大唐電力会社の株式新規公開に際して、財務アドバイザーであったCICCは、新株引き受け主幹事（リード・アンダーライター Lead underwriter）にMSを指名した（表12の(1)）。また、97年5月、中国東方航空の株式新規公開の時にも、CICCとMSは、協力して同航空の新株を引き受けている（業務名はアンダーライター Underwriter）（表12の(4)）。

さらに、97年6月に中国電信（香港）（China Telecom HK）が、イギリス電気通信大手のケーブル・アンド・ワイヤレス（Cable & Wireless UK）傘下ホンコン・テレコム（HongKong Telecom）株を11億8300万\$で買収した時

表12 CICC と MS の協調関係その他

-
- (1) 北京大唐電力の株式新規公開
 - ・ 1997/3
 - ・ financial adviser CCICC
 - ・ Lead underwriter Morgan Stanley
 - ・ 96/12にソロモン・ブラザーズが引き受け主幹事獲得に失敗。CICC は、Lead underwriter に Morgan Stanley を指名。
 - (2) 中国電信（香港）China Telecom（HK）の IPO
 - ・ 97/4
 - ・ 39億 \$
 - ・ co-lead managers CICC

〃 Goldman Sachs International

Morgan Stanleyではなく、Goldmann Sachsが co-lead managerに選ばれた理由は、GSが電気通信業界における金融サービス業務に精通していたからだと言われている（Euromoney 97/9）。
 - (3) 中国建設銀行の変動利付き債発行
 - ・ 97/4
 - ・ 1億 \$
 - ・ lead underwriter Merrill Lynch & Co.
 - (4) China Eastern Airlines（中国東方航空）の IPO
 - ・ 97/5 香港証券取引所
 - ・ Underwriter CICC

MSは補助的な役割を果たす。
 - (5) 中国電信（香港）China Telecom（HK）による Cable & Wireless（UK）傘下 HK Telecom 株買収
 - ・ 97/6
 - ・ 11億8300万 \$（6億4400万株）
 - ・ Financial adviser CICC
 - ・ The Banker 誌（98/2）によれば、MSも中国電信（香港）側の adviser となっている。

なお、買収の標的となった HK Telecom側の adviser は、Barclays de Zoete Wedd。
 - (6) Beijing Enterprises Holdings（北京控股）IPO
 - ・ 97/5
 - ・ US \$ 2億7800万
 - ・ Joint global coordinators
 - MS Asia, Peregrine Investments Holdings, CICC (?)
 - (7) Guangzhou-Shenzen Superhighway（Holdings）Ltd.（広州－深圳高速道路開発公司）issue of notes
 - ・ 97/8
 - ・ U. S. \$ 200 million 9^{7/8}% Note Due 2004
 - ・ U. S. \$ 400 million 9^{1/4}% Note Due 2007
 - ・ Sole lead manager MSDW
 - (8) Greater Beijing First Expressways Ltd.
 - ・ 97/6
 - ・ U. S. \$ 100 million 9^{1/4}% Senior Notes Due 2004
 - ・ U. S. \$ 188 million 9^{1/2}% Senior Notes Due 2007
 - ・ Sole lead manager MSDW
 - (9) Bank of China 中国銀行 issue of note
 - ・ 97/4
 - ・ U. S. \$ 300 million Floating Rate Note Due 2004
 - ・ Joint lead manager MSDW, もう一社は不明。
-

には、CICCとMSは、中国電信（香港）側の財務アドバイザーとなっている（表12の(5)）。

しかし、建設銀行とMSは、常に協調していたわけではない。97年4月に行なわれた中国電信（香港）の株式新規公開の時には、共同主幹事（Co-Lead Manager）にはCICCとゴールドマン・サックス・インターナショナル（Goldman Sachs International）が選ばれた（表12の(2)）。

なぜ、中国電信（香港）の株式新規公開時に、CICCの合併相手であるMSではなくて、ゴールドマン・サックスが共同主幹事に選ばれたのであろうか。表向きの理由は、ゴールドマン・サックスが電気通信業界における金融サービス業務に精通していたからだと言われている³⁶⁾。

しかし実際には、最近MSの中国人スタッフの徐氏（Xu）が、ゴールドマン・サックスへ移籍したという事実に注目しない訳にはいかない。徐氏は中国大陸で育ち、欧米の銀行業務の経験を積んでいるという意味で、中国語のできない従業員の多い外資系投資銀行にとって、非常に重要な人物である。徐氏は上海に生まれ、文化大革命の時期には、4年間「下放」されて農作業に従事した。その後、上海の大学を卒業し、アメリカで留學生活を送った。アメリカに6年、カナダに2年滞在した後、徐氏はモンリオール銀行（Bank of Montreal）に採用された。1993年には、MSに入社し、直ちに香港に配属された³⁷⁾。

ではなぜ徐氏は、ゴールドマン・サックスへ転出したのだろうか。第一には、『ユーロ・マネー』誌記者のインタビューに答えて徐氏は、様々な企業でキャリアを積むことが重要であると、答えている。そしてさらに、徐氏は、海外で働いている中国大陸出身者は、最終的には中国大陸に戻って政府機関に職を求めると、個人投資銀行を設立したいと考えていると語っている³⁸⁾。

第二には、さいきんゴールドマン・サックスは、株式を公開する準備を進めている。ゴールドマン・サックスは、1869年にドイツ・ババリア生まれのマークス・ゴールドマンがニューヨークに移って、同商會を設立して以降、パートナーシップによる運営を行ってきた³⁹⁾。パートナーシップとは、パートナーが出資金を払い込んで運営資金（パートナー資本）とする運営形態であり、株

式会社のように財務状態を公開する義務も無い。しかし、98年8月26日付『日本経済新聞』によれば、ゴールドマン・サックスは、株式新規公開を行なうために、米国証券取引委員会に株式新規公開の仮目論見書を提出している。株式新規公開によって、社員にどれだけの株式が配分されるのかは不明だが、株式の配分割合によっては、パートナーに巨万の富が転がり込むことが予想される。ゴールドマンは、さいきん、モルガン・スタンレーなどのライバル会社から優秀な社員をスカウトしている（『日経金融新聞』98/12/1）。スカウトに際して、ゴールドマンは、株式新規公開というまみを武器にしているのではないかという観測が盛んに行なわれている。98年の株式新規公開は見送ったが、99年後半には再チャレンジするのではないかと予測されており、ゴールドマンの対応に他社は戦々恐々としているという。

いずれにしても、ゴールドマン・サックスは、スー氏が同社へ転出して以降、中国電信（香港）、中国南方航空の株式発行時に信任を勝ちとることとなった⁴⁰⁾。このことに関連してCICCのMS出身役員であるハリソン・ヤング（Harrison Young, CICC Chief Executive Officer CICCの最高経営責任者）は「CICCはMSとともに働きます。しかし、ときどき私たちは、協力しない時があります。」と語っている⁴¹⁾。このようにあくまでCICCは、中国企業にとって最良の条件で資金調達できない場合には、MSを契約から外すことも辞さないというポリシーを貫いている。ただし、CICCのボスH・ヤングは、以前、MSと協力しないという決定を行なったために、何日も眠れない夜を過ごしたという⁴²⁾。

以上の考察から、中国側がMSから金融実務を学んで、将来は独力で証券引き受け・売買業務を行なうことを目指していることが理解できると思う。

またMSも、中国において他の欧米系投資銀行との競争において、万全とは言えないまでも、CICCの活動を通じてコネを作ることができる点で、比較的良い位置にいると考えられる。

式) モルガン・スタンレーとゴールドマン・サックス

モルガン・スタンレーの前身は、1860年代にニューヨークで設立された、個人投資銀行のモルガン商会にまでさかのぼる。ロンドンのJ.S.モルガン商会のアメリカ側代理店であったモルガン商会は、ニューヨーク・セントラル鉄道(New York Central & Hudson River R. R. Co.)の株式を引き受けてロンドンで売り出すことに成功し、以降当時のアメリカの有力企業のエクイティー・ファイナンス、デット・ファイナンスを次々に手がけてゆくことになる。1894年にJ.P.モルガン商会となり、ゼネラル・エレクトリック(General Electric Co.)、U.S.スチール(United States Steel Corp.)、ATT(American Telephone and Telegraph Co.)の創業融資、主要鉄道会社、採炭会社、農業機械会社、海運会社などに対して、ニューヨーク・ファースト・ナショナル・バンク(First National Bank of City of New York)、ミューチュアル生命保険会社(Mutual life Ins. Co.)とシンジケート団を結成して、融資を行っていた。

これに対して、個人投資銀行のクーン・ローブ商会、ニューヨーク・ナショナル・シティ・バンク(National City Bank of New York)、エクイタブル生命保険会社(Equitable life Ass. So.)の3金融機関が、J.P.モルガン商会に対抗して、ユニオン・パシフィック鉄道(Union Pacific R. R.)、ペンシルベニア鉄道(Pennsylvania R. R.)、ペンシルベニア製鋼(Pennsylvania Steel Co.)などの有力企業への融資を行っていた。しかしJ.P.モルガン商会は、1910年代前半までに、ウォール街の主要銀行、信託銀行、3大生命保険会社を系列化し、産業金融の分野では、絶大な影響力を行使することになる⁴³⁾。

1920年代に入って、アメリカの主要産業は、従来の鉄道、鉄鋼、石炭から電力、化学、石油、自動車などへと移っていった。そうした中で、モルガン商会の支配に対して、チェース・ナショナル・バンクやナショナル・シティ・バンクが急成長を遂げていった⁴⁴⁾。

やがてJ.P.モルガン商会の地位を揺るがす事件が起こることとなる。1930年6月にチェース・ナショナル・バンク(Chase National Bank of the City of New York、以降チェース)とエクイタブル信託(Equitable Trust Co.)が合

併した。この結果、新生チェースの頭取に就任したのは、エクイタブルの社長であったW・オールドリッチ (Winthrop Aldrich) であった。W・オールドリッチは、J. D. ロックフェラー・ジュニア (J. D. Rockefeller, Jr.) の義兄弟という関係にあり、J. D. ロックフェラー・ジュニアがチェースの最大株主となった。チェースは、1920年代には、電力産業などへの融資・役員派遣を通じて、急成長を遂げていた。しかし、チェースは、1912年までに、モルガン系のファースト・ナショナル・バンクによって株式を過半数以上握られていた。したがって、チェースの頭取であった、アルバート・ウイギン (Albert Wiggin) はモルガンと敵対することはできなかつたと考えられる。しかし、エクイタブルとの合併以降、チェースは文字どおり「ロックフェラー銀行」となり、今や同行の取締役会からは「モルガン・マン」は追放されることとなる⁴⁵⁾。

1933年に、いわゆる「グラス・ステイガール法」が成立し、商業銀行業務と投資銀行業務の兼営が禁止されることとなった。同法の成立を背後で強力に推進していたのが、W・オールドリッチであった。彼は、当時商業銀行業務と投資銀行業務を兼営していた、J. P. モルガン商会の解体を目指していたと言われている。同法成立以降、J. P. モルガン商会の投資銀行業務は1935年に設立されたモルガン・スタンレー商会 (Morgan Stanley & Co., Inc.) に引き継がれ、J. P. モルガン商会は、商業銀行業務に専念することになる。こうして、モルガン・スタンレーは、J. P. モルガンが築きあげてきた大企業との取引を、投資銀行業務に限って、そのまま継承することになった。したがって、モルガン・スタンレーは、1970年代後半まで、アメリカの有力企業の証券発行に際して、さしたる苦労もなく、多くの場合単独で主幹事の座を獲得することとなる⁴⁶⁾。

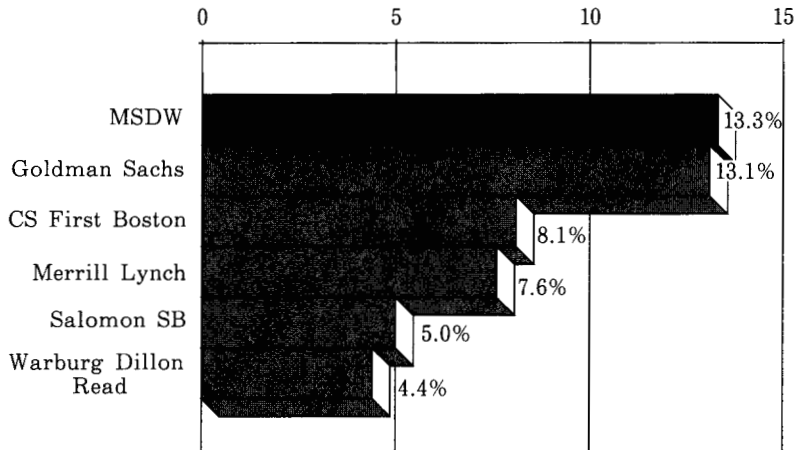
しかし、やがてモルガン・スタンレーの優位を脅かす新興勢力が現われることとなる。1979年にIBMが10億ドルの社債を発行した際に、モルガン・スタンレーが単独主幹事になると思われていたが、実際には、ソロモン・ブラザーズ (Salomon Brothers Inc.) とメリルリンチ (Merrill Lynch & Co., Inc) が共同主幹事となった。モルガン・スタンレーは、1977年にIBMの自社株買い戻しのためのTOB (株式の公開買付) のさいにも主幹事を務め、79年の起債の際にも主幹事になるとみられていた。しかし、IBMの余資運用に協力して

いたソロモンが、IBMの財務担当者に共同主幹事制の利点を説き、これを同社の担当者も聞き入れて、10億ドルの起債の際にソロモンを共同主幹事に加えるよう、モルガンに要請した。しかしこの申し出をモルガンは拒否し、モルガンが主幹事の座から降りたので、急遽、共同主幹事のもう一つのポストがメリルに決められたのである⁴⁷⁾。

このように、いまや有力企業の起債に際して、モルガンの優位は揺らいでいたのであり、代わってソロモン、メリル、ゴールドマンの新興勢力が進出してきたのである。これら新興勢力の特徴は、それまでユダヤ系の金融業者に残された卑しい業務と考えられていた証券売買（trading）を積極的に行なうことにより、モルガン、ファースト・ボストン（First Boston Corp.）、クーン・ローブ、ディロン・リード（Dillon, Read & Co.）の勢力圏を蚕食し始めていた。1960年代から、年金基金や保険会社が積極的にポートフォリオの運用に乗り出してくると、これらの大口投資家には、ソロモンやゴールドマンに特別のニーズが生じるようになる。これらの大口投資家には処分しにくい大量の株式を、代理で一時的に引き受けて、一括あるいは漸次売るという、仲介業者の役割をソロモンやゴールドマンが果たすようになっていた。両者は、そのための資金力と株式売買の実力があがり、このビジネスを足掛りにして証券の引き受け業務を拡大させていた⁴⁸⁾。

今までのように、引き受けた有価証券を他社に割り当てて売らせるだけでなく、自社で直接販売する力が問われようになり、モルガンも1971年になってやっと、証券売買に乗り出す決定を下した。しかし新興勢力との競争に対抗するためにモルガンは、ついに97年2月5日、個人顧客向け代理店数で全米第3位（96年1月）のディーン・ウィッター・ディスカバーと合併すると発表するに至る。この合併でモルガンは、もはや大企業相手の商売だけでなく、個人顧客相手の証券売買に本気で参入するという決意表明をしたとも受け取れよう⁴⁹⁾。そしてモルガンとゴールドマンは、本国で証券の引き受け・売買の競争を行ないながら、海外でもそしてアジア、中国でも証券の引き受け・売買に、毎年熾烈な競争を繰り広げることとなる（表13の1、2）。

また、1986年のイギリスのビッグバン、1999年1月1日から始まった「ユー



(注1) 基金、MLP、貯蓄貸付組合が借り換えのために発行した株式は含まれない。

(注2) MSDW: Morgan Stanley and Dean Witter, Discover

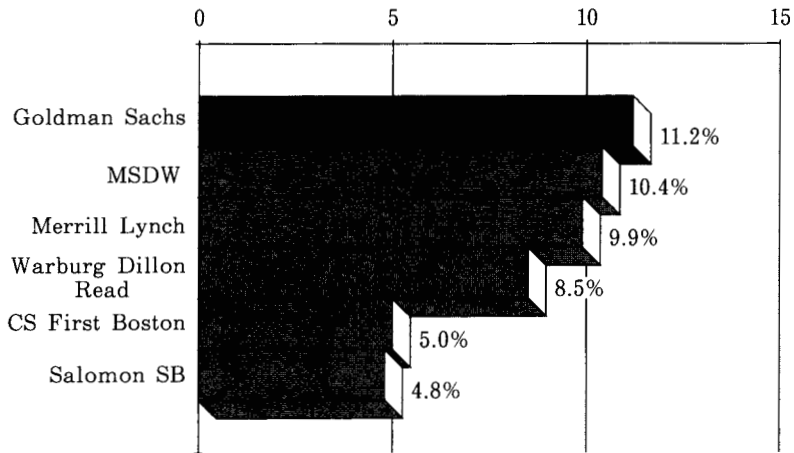
Salomon SB: Salomon Smith Barney, CSFirst Boston: Credit Suisse First Boston

(原典) セキュリテーズ・データ社

(出所) ゴールドマン・サックス・ホームページ (1998年10月7日)。

URLは、<http://www.gs.com/>

表13① 株式新規公開時の引き受けシェア (1998年1月-9月30日)



(注1) 基金、MLP、貯蓄貸付組合が借り換えのために発行した債券は含まれない。

(注2) 「株式関連債」には、①新株引受権を付与された社債 (ワラント債)

②株式の転換権がついた社債 (転換社債)がある。

(原典) 表13①に同じ。

(出所) 表13①に同じ。

表13② 世界的規模での株式関連債の引き受けシェア
(1998年1月1日-9月30日)

口」発行に伴う、ヨーロッパ各国の有力金融機関も再編過程にあり（図1）、国内外で証券の引き受け・売買において、主導権を握ろうとしのぎを削っている（表14）。

〔6〕 その他外資系投資銀行の戦略

中国の証券会社、投資銀行は、業務を順調に遂行するために、十分な資力をもって包括的なプレイヤーになる必要が無いという特徴がある。有力なコネを持つということが、他の不足している要因を補っている⁵⁰⁾。このように、中国の証券会社が開拓してこなかった業務を、モルガン・スタンレーとゴールドマン・サックス以外の外資系投資銀行がどのようにして開拓してきたのかという点について、以下で検討する。

㊦) BZW（Barclays de zoeet Wedd）

BZWは、イギリス3大商業銀行の一つである、バークレイズ・バンク（Barclays Bank PLC）を傘下に持つ、バークレイズ・グループ（Barclays PLC 1985年設立）が1986年1月に「ビッグ・バン」に備えて設立した投資銀行子会社である。BZW設立の目的は「イギリス内外において広範な投資銀行業務サービスを提供する」（1986年『年次報告書』）ことにある。中国企業のエクイティ・ファイナンスなどの中国関連ビジネスへ参入してビジネス・チャンスを拡大することも、BZWにとって重要な関心事であった⁵¹⁾。

ただし、1997年12月の時点で、BZWは、イギリス・ヨーロッパの株式部門とM&A（企業の合併・買収）部門を、スイスの金融グループ、クレディ・スイス・ファースト・ボストン（Credit Suisse First Boston）に売却し、組織のリストラクチャリングを行ない、社名もバークレイズ・キャピタル（Barclays Capital）へ変更している⁵²⁾。しかし本稿では、BZW時代の活動に限定されているので、社名もBZWのまま表記する。

BZWは、同社アジア支社の投資銀行部門の責任者にファン・クオ・ツアン（Huan Guo cang）を雇うまでは、中国では出遅れていた。ファン氏は、独力

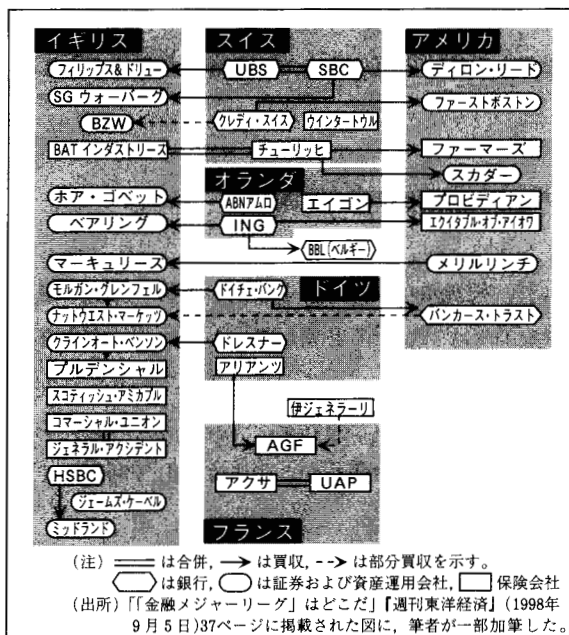


図1 ユーロ時代の覇者を目指した合従連衡が進む
 - 欧州を舞台とした主な金融再編 -

表14 ユーロ債リーゲテーブルランキング

順位	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
1	野村	Deutsche	Goldman	メリルリンチ	野村	メリルリンチ	メリルリンチ
2	Daiwa	野村	Deutsche	CSFB	SBC	SBC	SBC
3	CSFB	CSFB	MS	Goldman	Daiwa	JPM	Deutsche
4	Deutsche	Goldman	CSFB	野村	メリルリンチ	Deutsche	JPM
5	Paribas	JPM	メリルリンチ	SBC	Deutsche	Goldman	Goldman
6	Yamaichi	Paribas	Lehman	Lehman	JPM	MS	CS
7	Nikko	メリルリンチ	野村	MS	MS	野村	Lehman
8	Goldman	UBS	Salomon	JPM	CSFB	BZW	ABN Amro
9	MS	Daiwa	Paribas	UBS	ABN Amro	MS	MS
10	SBC	Yamaichi	JPM	Daiwa	Nikko	ABN Amro	Paribas
11							Salomon
12							野村

(出所)【週刊ダイヤモンド】(1998年4月11日)42ページ。

表15 Barclays de Zoete Weddの活動

(1) Shanghai Industrial Investment (Holdings) Company Limited	(4) Cosco Pacific Limited
・ April, 1997	・ September, 1996
・ Exchangeable Bond issue	・ Placing
・ Joint lead manager and bookrunner	・ Joint lead manager and financial advisor on the related acquisition of port assets
・ US \$ 300million	・ HK \$ 1.2 billion
(2) Shanghai Industrial Holdings Limited	(5) Cosco Pacific Limited
・ April, 1997	・ September, 1996
・ Placing	・ Share placing
・ Joint lead manager	・ Joint lead manager
・ HK \$ 1.7billion	・ HK \$ 1.6 billion
(3) Zhejiang Expressway Company Limited (浙江省高速道路公司)	
・ May, 1997	
・ IPO of Shares	
・ Sponsor and global coordinator to the IPO and listing Zhejiang Expressway Co., Ltd on the Hong Kong Stock Exchange	
・ HK \$ 34 billion	

(出所) 表12と同じ。

でBZWを中国関連ビジネスの上位5位にまで引き上げた。BZWは、中国国家運輸公司（China National Aviation Corp. CNAC）が香港のドラゴン・エアの株式を買収することを援助することにより、また上海市が100%株式を保有する上海実業（Shanghai Industrials）のために株式売り出しを行なったり、浙江省高速道路公司の株式新規公開業務を行なったりして、中国関連ビジネスを開拓していった（表15）⁵³⁾。

なお、浙江省高速道路公司の株式新規公開業務は、当初野村証券が共同主幹事の一方を引き受けることになっていた。ところが、野村証券が1994年初めにいわゆる「総会屋スキャンダル」に巻き込まれ、酒巻英雄社長以下20名の取締役が1994年3月に辞任したために、野村証券は共同主幹事の座から外された。その結果、浙江省高速道路公司の株式新規公開は、1994年5月にBZWによって実施された⁵⁴⁾。

ファン氏は、1949年に広西省に生まれ、上海で成長し、同世代の中国人と同様に、文化大革命の時期には数年間「下放」されて、農作業に従事していた。後に、ファン氏はアメリカへ留学し、大学卒業後、コロンビア大学で教鞭をとっ

ていた。彼の投資銀行における経歴は、ドイツ銀行ニューヨーク支店 (Deutsche Bank in NY)、モルガン銀行香港支店 (J. P. Morgan in HK) でエコノミストとしてスタートした⁵⁵⁾。

後にファン氏は、BZW アジア支社に移ることになるが、BZW アジア支社の責任者であるロジャー・デイビス (Roger Davis) は、「私が着任した時には、すでにファン氏でしたが、これは私にとっては幸運でした。」と語っている。ファンと R・デイビス両人の共同作業により、BZW アジア支社の中国関連ビジネスは見る見る拡大していった。R・デイビスは、BZW のロンドン本社から信任を得ていて、彼は、中国関連ビジネスに対してはファンに全信任を与えていた。このような運営方法を採用した理由は、中国大陸の顧客が、外資系投資銀行に対して初歩的なレベルで、未だに根強い不信感を抱いているからである⁵⁶⁾。

また、ファンは、BZW の同僚からも妨害を受ける。例えば、R・デイビスがBZWアジア支社着任当初、おおくのイギリス人従業員がファンを飛び越して、新しいポストである R・デイビスに直接メモを渡していた。それに対して、R・デイビスは、「私は、ファンが目を通していないメモに目を通すつもりはありません。」と伝えたという⁵⁷⁾。このエピソードから、ファンと R・デイビスの間には強固な信頼関係があることが理解できる。

さらにファンによれば、週4日も交渉すれば中国で商談を成立させることができるという。ファンは以下のように語っている。すなわち「彼ら（以前役人で、現在中国企業で重要な役職に就いている人々）は、マクロ的な時事問題に興味を示します。… 私が彼らと話す時には、私たちは、中国－香港関係、中国－米国関係、そして改革政策におけるショック療法的政策が中国で実施されるのと、ロシアで実施された時の経験を比較するという社会問題について語り合います。もしもあなたが、あまりにも積極的になりすぎると―いつも契約、契約、契約と言っていると―あなたは相手の信頼を失います」と⁵⁸⁾。

以上、BZW は欧米系投資銀行で実務経験を積んだ大陸出身の中国人ファンを採用することにより、中国関連ビジネスで、大きな前進を勝ち取ったのである。

式）ペレグリン（Peregrine Investments Holdings）

ペレグリンは、1988年に設立された香港の地場投資銀行の中では、中国関連ビジネスの最大手である。また、中国を含むアジア各国向け企業金融（エクイティ・ファイナンス、デット・ファイナンス）でも最大手である。同社は、1994年以来（1994-97/9）、レッドチップスの証券発行額は82億ドルとなり、証券発行のうち35%の主幹事を（共同あるいは単独で）引き受けたと推定している⁵⁹⁾。また、中国国有企業の香港における株式新規公開に際して、主幹事も多数獲得している。例えば、1996年に上海石油化学工業（以下上海石化）が融資（エクイティ・ファイナンス）を必要としていた時に、上海石化は、アメリカ投資銀行最大手のメリルリンチ（Merrill Lynch）と手を組もうとした。上海石化は、共同発起人（Co-Sponsor）であるペレグリンに相談をもちかけたが、ペレグリンは上海石化に対して、エクイティ・ファイナンスを実施できると回答した。上海石化がペレグリンに相談をもちかけた2日後、上海石化のエクイティ・ファイナンスは、ペレグリンが単独主幹事となって実施された（表16の(9)）。上海石化は、ペレグリンがいつも緊密な協力関係にある顧客である。上海石化の前秘書（Secretary）であった人物は、ペレグリンの企業金融部門の職員であった⁶⁰⁾。

このようにペレグリンは、香港に本社を持ち、責任者のイギリス人フィリップ・トーズ（Philip Tose）とフランシス・レオン（Francis Leung）という共同設立者の下、香港最大手の投資銀行に成長した。

ペレグリンの特徴は以下の3点に集約される。

まず第一の特徴は、有力な機関株主がペレグリンに出資していたことである。スイスの金融グループでチューリッヒ生命を傘下に持つ、チューリッヒ・グループがペレグリンの株式を24.1%保有し、ペレグリンの単独最大機関株主であった。チューリッヒ・グループは、ペレグリンの転換優先株2億US\$を引き受けていた⁶¹⁾。また、香港の有力な実業家李嘉誠、Cheng Yu-tung、エジプトの投資家フォワード・セイド（Fouad Said）、三井物産、などがペレグリンに出資していた⁶²⁾。また、取引金融機関としては、ファースト・ナショナル・バン

表16 Peregrine Group の活動

-
- | | |
|---|--|
| <p>(1) CITIC Pacific Limited
 ・ January 1996
 ・ Placing and Subscription of Shares
 ・ Sole Underwriter and Placing Agent
 ・ US \$ 276,923,000</p> <p>(2) Jingwei Textile Machinery Company Limited
 ・ January 1996
 ・ Initial Public Offering of H-Shares
 ・ Sponsor and Lead Underwriter
 ・ US \$ 29,902,000</p> <p>(3) Nanjing Panda Electronics Company Limited
 ・ April 1996
 ・ IPO of H-Shares
 ・ Global Coordinator, Sponsor and Lead Manager
 ・ US \$ 66,085,000</p> <p>(4) Shanghai Industrial Holdings Limited
 ・ May 1996
 ・ IPO of Shares
 ・ Joint Global Coordinator
 ・ US \$ 138,460,000</p> <p>(5) Guangdong International Trust and Investment Corporation-Hong Kong Branch
 ・ May 1996
 ・ Floating Rate Notes
 ・ Arranger and Lead Manager
 ・ US \$ 50million</p> <p>(6) Eastern Communications Company Limited
 ・ July 1996
 ・ IPO of B-Shares
 ・ Joint International Coordinator and Lead Manager
 ・ US \$ 80million</p> <p>(7) China Travel International Investment HK Limited
 ・ August 1996
 ・ Placing and Subscription of Shares
 ・ Underwriter and Sole Placing Agent
 ・ US \$ 76,015,000</p> <p>(8) Guangdong Investment Limited
 ・ August 1996
 ・ Placing and Subscription of Shares
 ・ Underwriter and Placing Agent
 ・ US \$ 53,538,000</p> | <p>(9) Shanghai Petrochemical Company Limited
 ・ August 1996
 ・ Global Offering of 500,000,000 H-Shares
 ・ Manager, Financial Adviser and Sole Placing Agent
 ・ US \$ 133,013,000</p> <p>(10) Chongqing Chang Automobile Co., Ltd
 ・ October 1996
 ・ IPO of B-Shares
 ・ Joint International Coordinator
 ・ US \$ 60,577,000</p> <p>(11) Huangshan Tourism Development Co., Ltd
 ・ October 1996
 ・ IPO of B-Shares
 ・ International Coordinator and Underwriter
 ・ US \$ 20,640,000</p> <p>(12) Shanghai Industrial Holdings Ltd.
 ・ November 1996
 ・ Placing of Shares
 ・ Underwriter and Lead Placing Agent
 ・ US \$ 140million</p> <p>(13) GZI Transport Limited
 ・ January, 1997
 ・ IPO of Shares
 ・ Global Coordinator, Sponsor and Lead Manager
 ・ US \$ 120million</p> <p>(14) Shanghai Petrochemical Company Limited
 ・ January, 1997
 ・ Placing and Subscription of Shares
 ・ Underwriter and Sole Placing Agent
 ・ US \$ 44million</p> <p>(15) Guangzhou Investment Company Limited
 ・ February, 1997
 ・ Placing and Subscription of Shares
 ・ Underwriter and Sole Placing Agent
 ・ 164million</p> <p>(16) Shum Yip Investment Limited
 ・ February, 1997
 ・ IPO of Shares
 ・ Global Coordinator, Sponsor and Lead Manager
 ・ US \$ 69million</p> |
|---|--|
-

-
- | | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> (17) Shanghai Industrial Holdings Limited <ul style="list-style-type: none"> ・ April, 1997 ・ Placing and Subscription of Shares ・ Joint Underwriter and Placing Agent ・ US \$ 615million (18) China Merchants Holdings (International) <ul style="list-style-type: none"> ・ April, 1997 ・ Acquisition of Assets and Placing and Subscription of Shares ・ Financial Adviser and Lead Placing Underwriter ・ US \$ 507million (19) Beijing Enterprises Holdings Limited <ul style="list-style-type: none"> ・ May, 1997 ・ IPO of Shares ・ Joint Global Coordinator and Joint Bookrunner ・ US \$ 278million (20) First Tractor Company Limited <ul style="list-style-type: none"> ・ June, 1997 ・ IPO of Shares ・ Global Coordinator, Sponsor and Lead Underwriter ・ US \$ 195million (21) Shum Yip Investment Limited <ul style="list-style-type: none"> ・ August, 1997 ・ Issue of Convertible Bonds ・ Joint Global Coordinator and Joint Bookrunner ・ US \$ 200million (22) GZI Transport Limited <ul style="list-style-type: none"> ・ January, 1997 ・ IPO of Shares ・ Global Coordinator, Sponsor and Lead Manager ・ US \$ 120million | <ul style="list-style-type: none"> (23) Shanghai Petrochemical Company Limited <ul style="list-style-type: none"> ・ January, 1997 ・ Placing and Subscription of Shares ・ Underwriter and Sole Placing Agent ・ US \$ 44million (24) Guangzhou Investment Company Limited <ul style="list-style-type: none"> ・ February, 1997 ・ Placing and Subscription of Shares ・ Underwriter and Sole Placing ・ US \$ 164million (25) Guangdong Kelon Electrical Holdings Limited <ul style="list-style-type: none"> ・ July, 1997 ・ Placing of Shares ・ Lead Placing Agent ・ US \$ 91million (26) Stone Electronic Technology Limited <ul style="list-style-type: none"> ・ August, 1997 ・ Placing of Shares ・ Lead Placing Agent ・ US \$ 36million (27) Guangzhou Pharmaceutical Company Limited <ul style="list-style-type: none"> ・ October, 1997 ・ IPO of Shares ・ Global Coordinator, Sponsor and Lead Manager ・ US \$ 46million |
|---|--|
-

(出所) 表12と同じ。

ク・オブ・シカゴ (First National Bank of Chicago), 香港上海銀行, ドイツ銀行 (Deutsche Bank), シティバンク (Citibank), ソシエテ・ジェネラル (Societe Generale), スタンダード・チャータード銀行 (Standard Chartered Bank) などがあり, ベレグリンの経営は万全であると考えられていた⁽⁸³⁾。

第二の特徴は, 意思決定が速いということである。ベレグリンは, 海外機関

株主や主要取引金融機関の拠点であるニューヨークやロンドン、チューリッヒの財務委員会の指示を仰ぐことなく、香港本社のP・トーズとF・レオンが業務案件について、即断即決の体制を採っていた。この体制が確立していたために、ベレグリンは、既に見たように、1996年の上海石化のエクイティー・ファイナンスの主幹事をメリルリンチの手から奪取することに成功した。

第三の特徴は、F・レオンを中心にした中国コネクションのネットワーク網の構築が挙げられる。F・レオンは、さいきん香港証券取引所に上場された中国系企業香港現地法人（レッドチップス）の非執行取締役役に就任している。F・レオンが取締役を兼任しているレッドチップスとは、広州インベストメント、シューム・イップ（Shum Yip）、北京控股、デンウエイ・インベストメント（Denway Investments）、上海実業、インターナショナル・バンク・オブ・アジア（International Bank of Asia , China Everbright IHD が株式を20%保有）、ストーン・エレクトロニック・テクノロジー（Stone Electronic Technology）、オリエンタル・メタルズ・ホールディングス（Oriental Metals Holdings）である⁶⁴。

また、F・レオンは、大陸出身者ではないけれども、どの投資銀行よりも多くの海外経験を持つ若い中国大陸出身者を雇用している。こうした戦略により、ベレグリンは、中国大陸関連事業を中核部門と位置付けて、同事業の規模を維持・拡大してきた。F・レオンとともに企業金融の調整にあたっている、ピーター・フウ（Peter Fu）は、以下のように述べている。すなわち「私たちは、中国大陸関連のエクイティー・ファイナンス・ビジネスを縮小せず、むしろ同ビジネスの規模を2倍にしました。企業金融（エクイティー・ファイナンス）の分野では、私たちは、約50社の顧客を持っています。良くも悪くも、企業金融事業は、われわれにとって飯の種です。」と⁶⁵。

さいきん、ベレグリンのスタッフの中で、他の外資系投資銀行にスカウトされる者が出てきている。例えば、ビンセント・シェン（Vincent Shen）はBZWへ、ワン・シャオ・チュン（Wang Xiao Jun）はING ベアリングス（ING Barings, オランダの投資銀行）へそれぞれ移籍した。しかし、ベレグリンの中国関連事業チームは、ほぼ維持されているという⁶⁶。

このように、ペレグリンの経営は順調に推移していると思われていたが、1997年10月に入ると、アジア通貨危機に伴ってペレグリンが保有していた債券価格の急落などによる巨額の損失が発生したという噂が流れた。当初ペレグリンは、こうした噂や報道を否定していた。しかし、97年10月24日、ペレグリンは、債券や株式の価格下落に伴って生じた損失3500万US\$に対して6000万US\$の引当金を積み増すという発表を行なった。この時点で、ペレグリンは巨額損失が発生したことを認めたことになる⁶⁷⁾。

またペレグリンは、1998年1月までに最大機関株主であるチューリッヒ・センター・インベストメント（Zurich Centre Investment）と取引金融機関のファースト・シカゴ（First Chicago NBD）による救済融資を期待したが、協力を得ることはできなかった⁶⁸⁾。結局、救済合併の申し出も無く、98年1月12日、ペレグリンは、経営破綻を認め精算手続きに入る旨発表した⁶⁹⁾。

こうした事態を受けて、フランス・パリ国立銀行（Banque National de Paris, 以下BNP）、カナダ・コマース銀行（Canadian Imperial Bank of Commerce）、スペイン・サンタンデル銀行（Banco Santander）がペレグリン

表17 BNPのペレグリン資産購入額

部 門	資 産 内 容	購 入 額
ペレグリン・ インベストメンツ・ ホールディングス	中国・香港での ペレグリン商標	12万9,199
ペレグリン・ フューチャーズ・ ホンコン	先物取引 香港先物取引所の 会員株1株	111万1,001 47万1,220
ペレグリン・キャピタル	融資業務とその資産	71万7,544
ペレグリン・ セキュリティーズ	香港証券取引所の 会員株3株	193万7,985
ペレグリン・アセット・ マネジメント	大中華圏業務とその資産 同、負債	250万0,000 3,273万2,016
	資産購入額合計	3,965万8,965

（単位）USドル

（資料）『蘋果日報』

（出所）〔1〕18ページ

の大中華業務部門などをめぐって買収合戦を繰り広げた⁷⁰⁾。最もはやく撤退したのは、カナダ・コマース銀行であった。カナダ本国で、カナダ・ロイヤル銀行 (Royal Bank of Canada) とモントリオール銀行 (Bank of Montreal) が合併交渉に入ったという情報が入ると、カナダ・コマース銀行は撤退してしまった。実はカナダ・コマース銀行は、ベレグリンとの間で吸収合併の合意ができていたという。しかし発表には至らなかった⁷¹⁾。

結局、ベレグリンを買収したのは、資産規模でフランス第三位の大手民間商業銀行 BNP であった。BNP とベレグリンは、98年2月3日、ベレグリンの証券部門の大中華業務を、BNP 傘下の投資銀行である BNP プライム・イースト (BNP PrimeEast) が吸収・合併すると、発表した⁷²⁾。資産購入額は、3965万8965 US\$ であるが、うち3280万 US\$ は債務の返済に充てられ、実質的な買収金額は685万 US\$ 余りにすぎない (資産購入額の内訳は表17を参照)。

なお、ベレグリンの証券・企業金融部門の買収については、スペイン・サンタンデル銀行と BNP が最後に残ったが、ベレグリンの幹部6人がサンタンデル銀行への売却を拒否したと伝えられている⁷³⁾。逆に BNP 取締役のディディエ・バルメ氏 (Didier Balme) は「この BNP プライム・イーストによるベレグリンの吸収・合併は、アジアにおいて事業を拡大しようという BNP の目的に合致したものである。」と語っている⁷⁴⁾。

事実、フランシス・レオン氏ら元ベレグリン幹部が移籍した BNP プライム・イーストは、すでに事業拡大に乗り出している。中国雲南省政府直屬企業などが出資する香港南浩投資 (レッドチップス) が、香港株式市場上場企業の恒信集団 (ハンソン・ホールディングス) の株式52%を取得し、省政府の香港窓口会社にする計画であることが報じられた。この案件は、すでに中国証券監督管理委員会の認可を得ており、98年3月12日に BNP プライム・イーストが幹事会社となって、買収手続きを完了する予定であるという⁷⁵⁾。

中国関連ビジネスで、他の欧米投資銀行の後塵を拝する感のあった BNP は、ベレグリン証券部門の大中華部門を吸収・合併することにより、特に香港の中国関連事業を拡大する上で、大いに前進したと考えられる。

参) ジャーディン・フレミング (Jardine Fleming)

ジャーディン・フレミングは、1970年にマーチャント・バンクのロバート・フレミング (Robert Fleming Holdings) と大手総合商社のジャーディン・マセソン (Jardine Matheson Holdings) が50%ずつ折半出資して香港で設立した、数少ないイギリス国籍の独立系投資銀行である⁷⁶⁾。

ジャーディン・フレミングは、当初、中国政府からブラック・リストに載せられ、同社は中国企業の香港における株式上場業務から締め出されていた。それは、ジャーディン・フレミングの共同出資者であるジャーディン・マセソンが、19世紀に行なわれたアヘン貿易に関与していたという理由で、長期間にわたって中国政府との関係が気まずいものとなっていたからである⁷⁷⁾。

また、最近もジャーディン・マセソンは、中国政府を激怒させていた。それは同社が香港から撤退して、シンガポールで株式を上場したことであり、また同社が、香港の返還直前の総督であったクリス・パッテン (Chris Patten) 氏が、「民主化」を進めていた香港へ戻ることを表明したことに起因している。C・パッテン前総督が進めていた「民主化」政策に中国政府は、神経を尖らせていた。しかし、中国国内の事情は単純ではない。ジャーディン・フレミングは、上海証券取引所に上場されている、外国人向けに発行された「B」株を取り引きすることを許されていた。しかし、このことが記者発表されることはなかったという⁷⁸⁾。

そのエピソードは、18か月にわたる香港返還交渉が軌道に乗り、香港が中国に返還されることになった直前の結論に一致する。ジャーディン・マセソンの会長（「太板」）であったヘンリー・ケズウィック (Henry Keswick) が北京へ飛び、当時の朱鎔基副首相との会談に臨んだ。この滞在期間中に、ジャーディン側は、香港で株式上場を考えている中国企業は、ジャーディン・フレミングを上場業務から締め出すべきではないという、中国証券監督管理委員会からのインフォメーションも入手できたのである⁷⁹⁾。ジャーディン・フレミングは、やがて香港証券取引所に上場を予定していた中国国有企業の安徽セメントの1億5000万\$の株式新規公開に際して、主幹事をひきうけ、中国系企業香港現

表18 Jardine Fleming の活動

-
- | | |
|---|--|
| <p>(1) China Merchants Hai Hong Holdings Co. Ltd.
 ・ January, 1997
 ・ Placing of 74,206,000 shares at HK \$ 3.20 per share
 ・ Sole placing agent
 ・ HK \$ 237,459,200</p> <p>(2) China Travel International Investment Hong Kong Ltd.
 ・ January, 1997
 ・ Placing of 420 million shares at HK \$ 3.60 per share
 ・ Joint Bookrunner
 ・ HK \$ 1,512million</p> <p>(3) Shenzhen Fanda Co. Ltd
 ・ April, 1997
 ・ Placing of 30million B shares at HK \$ 8.50 per B share
 ・ Sole placing agent
 ・ HK \$ 255 million</p> <p>(4) Min Xin Holdings Limited
 ・ June, 1997
 ・ Placing of 59,076,000 shares at HK \$ 5.80 per share
 ・ Lead placing agent
 ・ HK \$ 342,640,800</p> | <p>(5) Guangdong Tannery Limited
 ・ June, 1997
 ・ Placing of 44 million share at HK \$ 3.15 per share
 ・ Lead placing agent
 ・ HK \$ 138,600,000</p> <p>(6) Guangdong Investment Limited
 ・ June, 1997
 ・ 1 per cent. Convertible Bonds due 2002
 ・ Bookrunner
 ・ US \$ 130million</p> <p>(7) Inner Mongolia Yital Coal Co. Ltd.
 ・ August, 1997
 ・ Placing of 166 million B shares at US \$ 0.4073 per B share and listing on Shanghai Securities Exchange
 ・ International Co-ordinator
 ・ US \$ 67,611,800</p> <p>(8) Guangdong Brewery Holdings Ltd.
 ・ August, 1997
 ・ New issue of 350 million shares at HK \$ 1.8 per share
 ・ Sponsor and Lead Underwriter
 ・ KH \$ 630million</p> |
|---|--|
-

(出所) 表12と同じ。

地法人（レッドチップス）の大連国際信託投資会社の株式新規公開に際して、ベレグリンとともに共同主幹事を引き受けることとなった⁸⁰⁾。ジャーディン・フレミングのその後の活躍ぶりは、表18から窺い知ることができる。

四) レーマン・ブラザーズ (Lehman Brothers)

ドイツ系ユダヤ人であったレーマン3兄弟（ヘンリー、エマニュエル、マイヤー）がババリアを離れてアメリカへ渡ったのは1840年代であった。

レーマン3兄弟はさまざまな商品のブローカーをやったが、1880年代にレーマン・ブラザーズは投資銀行となった。レーマン・ブラザーズもゴールドマン・サックス同様、パートナーシップ制を採用している⁸¹⁾。

レーマン・ブラザーズも他の投資銀行と同様に中国企業・中国政府のために

海外での起債業務を引き受けていた。1997年1月に中国国家開発銀行（State Development Bank of China）が初めて発行した「ヤンキー債」を、レーマン・ブラザーズが他社と共同で引き受け主幹事となった。これは、1994年に華能電力会社の株式（6億2500万US\$相当）をニューヨーク証券取引所へ上場する業務を主幹事として取り仕切って以来、レーマン・ブラザーズが久しぶりに手がけた案件であった⁸²⁾。

しかしその後、レーマン・ブラザーズは、トラブルに巻き込まれることになる。同社は、中国大手企業2社に対して、1億US\$の債務未払いのかどで告訴するという決定を公表したために、中国企業の株式・社債引き受け、発行主幹事から外されることとなる⁸³⁾。

中国系アメリカ人で、一族が上海出身であるレーマン・ブラザーズの投資銀行部門の責任者であるポール・シャン（Paul Shang）は次のように語っている。すなわち「私たちは、法律にのっとって論争を行なうという良い仕事をしたと考えています。私たちは、中国で、すべての法的紛争を解決してきました。中国企業との論争は、穏やかに、平和的にそして破壊的であるよりは建設的に行なわれました。私たちに訴えられた中国企業は、初めこそ訴訟という形をとりましたが、法廷の外で和解にこぎつけました。』⁸⁴⁾

このレーマン・ブラザーズの事例は、欧米の投資銀行が、中国企業の起債に際して、主幹事業務を獲得するためには、中国企業の言うことなら何でも受け入れなければならないのか、という問題を投げかけている。法廷論争は、和解にこぎつけたものの、レーマン・ブラザーズはその後、1997年まで主幹事業務の獲得を逃している⁸⁵⁾。

おわりに

以上、中国系企業が香港でどのようにして資金調達してきたかという点を検討したが、いくつかの特徴を指摘することができると思われる。

第一に、中国政府の外資導入政策について。中国政府は、財やサービスの取り引き以外の目的で人民元と外貨を交換することを厳しく規制している。しか

し、国有企業の合理化を進めて、余剰人員を吸収するためには、8～10%の経済成長を達成しなければならない。そこで、中国国務院は、中国の国有企業に対して、1990年からは国内の、1992年には海外の株式市場に株式を上場して、資金調達することを認可した。その結果、1997年には中国系企業が香港で株式を上場して調達した資金は、4369億4000万香港ドルに達し、96年の中国財政歳入総額6800万元に迫る勢いであった。

また、香港で起債していた中国系企業の多くがインフラストラクチャ整備関連の企業であり、これらの企業活動が、中国の経済成長の起爆剤になっていると考えられる。

第二に、中国系企業は、香港での資金調達に際して、株式や社債の引き受け・売買業務を欧米日の投資銀行に委託していた。ただし中国建設銀行は、アメリカ投資銀行最大手のモルガン・スタンレー・グループと合併で中国国際財務会社を設立し、証券引き受け業務に参入して、投資銀行の業務を吸収し、「中国のモルガン」となることを目指している。また中国国際財務会社は、中国国務院の意向を受けて活動していると考えられる（頭取のワン氏は朱首相に近い関係にある）。こうした点を踏まえるならば、部分的な株式会社制度の導入を行ってきた中国政府も、将来本格的な中国国内の証券市場を整備する上で、証券の引き受け・売買業務に明るい投資銀行を育成する必要性を感じているのではないと思われる。

第三に、中国系企業の香港での資金調達（起債）に際しては、欧米系投資銀行が、引き受け主幹事の獲得をめぐる競争が激しく競争している。こうした中で、中国大陸出身で欧米の大学に留学し、欧米の投資銀行で実務経験のある中国人従業員を採用しているゴールドマン・サックス、BZW（現パークレイズ・キャピタル）、ペレグリン（現BNPプライム・イースト）などの投資銀行は、中国系企業の証券発行に際して、多数引き受け主幹事の座を獲得していた。

中国系企業の香港での証券発行については、否定的な要因も指摘しなければならない。香港の株価指数（ハンセン指数）が、1997年の最高時には16000ポイント台だったものが、1998年には1万ポイントを割り込み、現在でも、1万ポイント前後を低迷している。そのため、1998年一年間に香港で株式を上場した

中国国有企業は、2社に止まっている（『日経金融新聞』1999年2月3日付）。また、香港でも現地法人が起債している広東国際信託投資公司（Guangdong International Trust and Investment Corp. GITIC）が債務の返済に行き詰まって経営破綻に追い込まれた。これにより、中国系企業が海外で資金調達しにくい状況になりつつある。こうした中で、新たに中国政府は、中国企業に対して、アメリカの店頭公開市場で株式を発行して資金を調達することを認可するなど（『日本経済新聞』1999年1月15日付）、海外での資金調達ルートの開拓に追われている。

中国企業を取り巻く環境は厳しいが、国有企業の合理化を進めるために、海外での資金調達を停止することも難しいだけに、当分安定した資金調達方法を模索するものと思われる。

（注）

- 1) コロンビア大学のJ・バグワティ教授によれば、今回の「アジア通貨危機」は、各国が推進した、外資導入政策すなわち「資本勘定の兌換性」の自由化によるところが大きいという（〔13〕、104-107ページ）。要するに、アジア各国は、高い経済成長率を維持するために、海外から巨額の短期資金を取り込んだものの、短期資金が不動産や株式の購入に向かい、「バブル経済」を膨張させた。しかしほとんどの国で「バブル経済」が崩壊し、短期資金を返済できなくなってしまい、巨額の短期資金が引き上げられた。各国通貨が投げ売られたのは、短期資金が引き上げられたからである。その結果、アジア諸国の経済成長率（国内総生産増加率）は、多くの国でマイナスを記録している。
- 2) “Prices & Trends”, *Far Eastern Economic Review*, December 24, 1998. p 58.
- 3) 中国政府は、98年の経済成長率（国内総生産成長率）が7.8%となり、政府目標の8%をほぼ達成したと発表した（中国国家统计局の発表。『日本経済新聞』1998年12月31日付）。またこの中国の経済成長を牽引する要因として、「国有部門の固定資産投資が7-9月期に前年比28.2%、10-12月期に24%と急増した結果、目標に近い数字まで持ち直した」という（同紙）。
- 4) 丸尾豊二郎「改革・開放と広東省の経済開発—中国沿海地域の経済発展モデル—」（エドワード・K・Y・チェン、丸尾豊二郎編『中国の「改革・開放の10年」と経済発展』アジア経済研究所、1992年）。

- 5) [14], 10ページの表3。
- 6) 堀内昭義氏は、「銀行営業網の設置、従業員の募集、その住居、子弟の就学、就業などの問題はいずれも当地政府に頼らざるを得ない仕組みになっている」から、〔「商工銀行の」支店にとっては、地方政府が決めた『貸出の責任を負わされている』貸付—たとえば、工業、商業企業運営資金用の『基数貸付』や地方重点企業向けの固定資産投資用貸付など多くの名目の『負担』を背負うことになった。…この種の貸付のほとんどは返済能力に問題があると明らかに分かっている、貸付に応じなければならぬ形で処理されているものも不思議ではない、と指摘されている〔引用部分は、呉敬連「中国の経済改革と金融改革」第4回日中経済学術シンポジウム提出論文、1991年5月。貝塚啓明・堀内昭義「金融改革と経済発展」（関口尚志/朱紹文/植草益編『中国の経済体制改革—その成果と課題—』東京大学出版会、1992年77ページ。〕
- 7) 王東明、[24], 146-147ページ。富森慶児氏は、旧ソ連・旧東欧社会主義圏における「市場経済化」に伴う諸問題について指摘されている。そこでは、特に新政権による国有企業の民営化、すなわち国有企業の株式新規公開に伴う混乱について詳細に論じておられる。そしてそのような混乱が生じる原因は、国内の資本市場が未成熟で外国資本に株式を売却しなければならないからだ、と言われる。また富森氏は、資本市場が成熟していない国で証券発行することに無理があるのだと言われる〔富森「第9章 難問の多い民営化」、「第10章 今後を考えるためのいくつかのポイント」(富森慶児『「市場」への遅れたためざめ—CIS・中東欧のカルター—』社会思想社、1993年、209-247ページ)〕。しかしこのような議論は、アメリカや日本の産業発展における証券発行、特に両国の産業発展における海外での証券発行の役割を軽視していると言わざるを得ないように思われる。

1900年前後のアメリカや1920年代の日本では、巨額の資金を必要とする鉄道・電力などの企業は投資銀行を通じて、たびたび海外で株式や社債を売り捌き、巨額の資金を調達していた。例えば、1870年代後半から積極的に鉄道証券の引き受け・発行に参加していたアメリカの投資銀行モルガン商会(J. P. Morgan & Co.)が組織した引受団は、1879年、ニューヨーク・セントラル鉄道の株式25万株をロンドンで売却した。また、アメリカの投資銀行クーン・ローブ商会(Kuhn Loeb & Co.)が組織した引受団も有力な鉄道会社から大量の証券を引き受けて海外で売り捌いていた(呉天降「第1章 資本の集積・集中の展開 第3節 金融機関」〔7〕, 65-66ページ)。日本では、1920年代を通じて、有力な電力会社が英米の投資銀行を引受機関として外債を発行し、この時期の電力会社は内債2外債1の割合で資金調達をしていたという〔小林和子「第2章第3節 企業金融の拡大と社債」(志村嘉一編著『日本公社債市場史』東京大学出版会、1980年、47-56ページ)〕。

このように、国内の資本市場が未だ整備されていなかったアメリカや日本の企業は、海外で証券を発行して資金を調達しその後の発展の基礎を築いたのである。本

稿で、中国企業の香港での証券発行による資金調達を取り上げるのも、この事例が、中国本土の資本市場が充分整備されていない中で、中国企業が外国で資金を調達して、産業発展に役立っていると思われるからである。

- 8) 9) 中華人民共和国政府, [5], 28-29ページ。なお、「香港の通貨・為替システム」については、拙稿 [25] 159-169ページの内容を加筆・修正したものである。
- 10) 浜下武志, [9], 212ページ。
- 11) 大橋英夫, [23], 54ページ。なお、1993年に香港金融管理局が設立される以前は、外国為替基金が金利（コール・レート）操作、公開市場操作、外国為替市場介入、最後の貸し機能、などの中央銀行的役割を果たしてきた。1993年に香港政府は、金融政策の整合性を高めるために、銀行監督処と外国為替基金を合併して、香港金融管理局を設立した。同局は、外国為替基金が従来持っていた中央銀行的役割を継承するものの、発券業務・手形交換戻決済・「政府の銀行」の役割の3点はこれを遂行しないとしており、諸外国の中央銀行とは一線を画している（大橋, [23], 54-57ページ。香港金融管理局, [10], 64ページ）。
- 12) 1995年の香港ドル紙幣発行総額は、外国為替基金の「債務証明書」保有額に従った（陳元ほか, [32], 145ページ）。
- 13) 1996年1月1日に香港上海銀行が発行した20香港ドル紙幣。なお、原文は以下の通り。The Hongkong Shanghai Banking Corporation Limited Promises to pay the bearer on demand at its Office here Twenty Hongkong Dollars By order of the Board of Directors. 香港上海匯豐銀行有限公司憑票即付港幣貳拾元承董事會命。
- 14) 中島嶺雄, [20], 144ページ。
- 15) 1996年1月1日にスタンダード・チャータード銀行が発行した100香港ドル紙幣。なお、原文は以下の通り。Standard Chartered Bank incorporated by Royal Charter 1853. Promises to pay the bearer on demand at its office here One Hundred Dollars By order of the Court of Directors.
- 16) 中国銀行行史編輯委員会編著, 「中国銀行資産負債表1912-1945年」 [3], 915-917ページ。
- 17) 《当代中国》叢書編輯部編, [32], 43ページ。
- 18) 同上書, [32], 192ページ。
- 19) 中島, [20], 148ページ。
- 20) 中国銀行, 『年次報告書1995』,
- 21) 1996年1月1日に中国銀行香港支店が発行した50香港ドル紙幣。なお、原文は以下の通り。Bank of China promises to pay the bearer on demand at its office in Hong Kong Fifty Hong Kong Dollars by order of the board of directors. 中國銀行在香港見票即付港幣伍拾圓承董事會命。
- 22) 1997年5月10日付『日本経済新聞』に掲載された羊子林中国銀行副会長（当時）

のインタビュー記事を抄録する。

香港の中国返還後は香港上海銀行に代わっていずれ中国銀行が香港金融界の「主役」の座につくとの見方が多い。中国銀行の香港市場の戦略を羊子林副会長兼香港・マカオ地域代表に聞いた。

— 香港ドルの発券シェアは香港上海銀行とスタンダード・チャータード銀行の英国系 2 行が圧倒的なシェアをもっているが、中国銀行の発券シェアの見通しは。

「当行のシェアは96年末で11.5%だが、市場の需要に応じて徐々に引き上げている。中国銀行の香港における預金シェアは25%なので、発券シェアは最低でも25%でなければならない。今後3年間は当行のシェアは毎年4.5%上積みされるだろう。97年末には15-16%、98年末には19-20%、99年末には25%に極めて近くなる。98年中には現在第2位のスタンダード・チャータードを上回る」

— 中国人民幣が交換性を獲得すれば香港ドルにとって代わるとの見方もある。

「人民幣と香港ドルの統合は絶対に不可能だ。一国二制度の考え方では香港ドルは香港の合法通貨であり、人民幣は中国の合法通貨だ。それぞれが独立した通貨と通貨当局をもつことが香港基本法で保証されている。返還後、香港ドルと人民幣は中国と香港でそれぞれ外国通貨として扱われる」

— 中国銀行は香港に進出している中国系企業の総元締めともいわれる。

「融資を香港向けと中国向けに分けると、中国向けは全体の8-10%、香港向けは90-92%だ。もちろんこの香港向けには香港の中国系企業向けが含まれている。中国系企業への融資は香港金融管理局（中央銀行に相当）のルールに従っており、香港上海銀行など他と何ら違いはない。中国系企業も自ら銀行を選ぶ。邦銀も当行に劣らないくらい取引に意欲的だ」

— 中国銀行は中国の国策銀行としての使命が大きいのではないか。

「当行は商業銀行で、特権があるわけでもない。香港で第2位の金融機関であり、386カ所に支店がある。96年末の資産総額は9,800億香港ドルだ。返還後、特に資産の量的拡大はもちろん、質的改善にも重点を置く」

「従来のリテール（一般向け預金、貸し出し）としての機能のほかに、今後は投資銀行として証券業務などを拡大したい。リテールと投資銀行部門は相互に補えると思うし、リテールで築いた強力な基盤が投資銀行部門を拡充するうえで役立つだろう」

- 23) 1931年に中国銀行天津支店が発行した5元札には「中国銀行は、この5元紙幣でもって銀幣5元を支払います」と記されている。なお、原文は以下の通り。
Bank of China Promises to pay the Bearer on demand at its Office here Five Yuan. 中國銀行憑票即付國幣伍圓。

24) 中島, [20], 175-195ページ。

25) 26) 香港金融管理局編, [10], 59-61ページ。

27) 稲垣清「瀬戸際続く香港ドル・ペッグ制—カギ握る中国の改革の行方—」(『世

界週報】1998年11月17日，6 ページ。

- 28) ジャグディシュ・バグワティ，[13]，105，107ページ。
- 29) [14]，2，6 ページ。
- 30) 王，[23]，147ページ。なお，第5回目の国外上場候補は8社であった（『日経金融新聞』1998年12月9日付）。
- 31) 菊池誠一「中国資本の先兵，CITIC」（[17]，96-108ページ）。
- 32) Cheung Lai-Kuen，[15]。
- 33) Irvine, Steven, [12], p 65.
- 34) Kazuhiko, Shimizu, [28], p 32E.
- 35) Irvine, S., [12], p 66.
- 36), 37), 38) [12], p 64.
- 39) 松井和夫，[18]，344ページ。
- 40) Irvine, S., [12], p 64.
- 41) [12], p 66.
- 42) 中国側とMS側の戦略の相違は，次の側面からも指摘できる。中国側は，CICCの香港支社を開設して，引き受けた証券類を香港の流通市場で売り捌こうと考えていた。これに対して，MS側の戦略は，もともと中国国内の流通市場に進出するために，中国の証券会社を買収しようとしたが，中国政府が認可しないので，当面CICCに投資してコネを作っておこう，というものであった（[12], p 66）。
- 43) 吳天降，[7]，65-316ページ。
- 44) 西川純子・松井和夫「20年代の繁栄と破綻」（[21]，145-178ページ）。
- 45) 松井和夫，[19]，35-37ページ。例えば，1928年の時点では，モルガン商会パートナーのトーマス・コ克蘭（Thomas Cochran）が取締役であったがバンカース信託会社（Bankers Trust Co. NY）のシーウォード・プロッサー会長（Seward Prosser）がチェース・セキュリティズ（Chase Securities Corp., チェースの証券子会社）の取締役を兼任していた（*Moody's, Banks and Finance*, 1982）。しかし，1935年時点では，S・プロッサーは，チェースの取締役からは外れている（*Moody's, Banks and Finance*, 1935）。
- 46) 西川・松井，[21]，179-189，288-292ページ。
- 47) 同上書，[21]，288-292ページ。
- 48), 49) 奥村皓一，[22]，68-70ページ。
- 50) Irvine, S., [12], p 67.
- 51) 上川孝夫，[16]，407ページ。
- 52) Shearlock, Peter, [25], pp 19-22.
- 53), 54), 55), 56), 57), 58) Irvine, S., [12], p 70.
- 59), 60) [12], p 68.
- 61), 62), 63) Sender, H. with Grantisas A., [27], p 53.

- 64), 65), 66) Irvine, S., [12], p 68.
- 67) Clifford, M. L., with Peterson, T., [6], p 45. ベレグリンの経営破綻の直接の原因は、インドネシアのタクシー会社へのつなぎ融資2億6000万香港ドルが焦げ付いたことにあると言われている【『週刊ダイヤモンド』第86巻, 5号(1998年1月31日), 18ページ】。
- 68), 69) Sender, H. with Granitsas, A., [27], p 52.
- 70), 71) Pritchard, S., [26] .
- 72), 73) [1], 17-18ページ。
- 74) Granitsas, A., [8], p 62.
- 75) [34], 15ページ。
- 76) 松井和夫, [18], 448-449ページ。
- 77), 78), 79), 80), 81), 82), 83), 84), 85) Irvine, S [12], pp 70-72.

〈参考文献〉

- [1] 「BNP, ベレグリン買収ようやく認可—記者会見の既成事実でBNPが有利に—」『アジア・ビジネス・ウィークリー』No. 11 (1998年3月25日)。
- [2] 中国証券監督管理委員会編『中国証券統計年報1995』中国法制出版社, 1996年。
- [3] 中国銀行行史編輯委員会編著『中国銀行行史(1912-1949)』中国金融出版社, 1995年。
- [4] 中国銀行『年次報告書1995』
- [5] 中華人民共和国政府『中華人民共和国香港特別行政区基本法』香港三聯書店, 1996年。
- [6] Clifford Mark L., with Peterson, Thane, “Will Peregrine still fly free? —New stakeholder Zurich may curb the merchant banks style—”, *Business Week*, December 1, 1997.
- [7] 呉天降『アメリカ金融資本成立史』有斐閣, 昭和57年。
- [8] Granitsas, Alkman, “Clearance Sale—European banks see opportunities amid turmoil—”, *Far Eastern Economic Review*, February 12, 1998.
- [9] 浜下武志『香港—アジアのネットワーク都市—』ちくま新書, 1996年。
- [10] 香港金融管理局編『香港的貨幣与銀行体系: 回顧与前瞻』香港金融管理局新聞及出版組, 1996年。
- [11] Hongkong Shanghai Banking Corp., Ltd. “Annual Report 1995”.
- [12] Irvine, Steven, “Winning the China game”, *Euromoney*, September, 1997.
- [13] ジャグディシュ・バグワティ (沢崎冬日訳) 「資本の神話—資本移動の自由を謳歌するウォール街=財務省複合体—」『週刊ダイヤモンド』(1998年5月23日)。
- [14] 「人民元の交換性実現とその後の課題」『(東京三菱銀行) 調査月報』No. 5 (19

- 96年8月)。
- [15] Cheung Lai-Kuen, “SAR firms help to lift burden of financing”, *South China Morning Post*, February 12, 1998.
- [16] 上川孝夫『パークレイズ・グループ（英国）』（松井和夫『シリーズ世界の企業金融』日本経済新聞社，昭和63年，所収）
- [17] 菊池誠一『中国の香港—返還後の経済イメージ—』サイマル出版社，1996年。
- [18] 松井和夫『シリーズ世界の企業金融』日本経済新聞社，昭和63年。
- [19] 松井和夫「1933年銀行法成立の背景」『証券経済』第114号（1972年7月）。
- [20] 中島嶺雄『香港回帰—アジア新世紀の命運—』中公新書，1997年。
- [21] 西川純子・松井和夫『アメリカ金融史—建国から1980年代まで—』有斐閣，1989年。
- [22] 奥村皓一「米国の金融変革（規制撤廃）と大手投資銀行—グラス・ステイーガル法の実質解体と国境界界の垣根を超えた銀行合併・統合化—」『（関東学院大学）経済系』第193集（1997年10月）。
- [23] 大橋英夫「香港の経済成長と政庁の役割」『アジア経済』第37巻，第11号（1996年11月）。
- [24] 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5月）。
- [25] 佐野健太郎「关于通貨流通的稳定性—香港和1935年以后上海的比較研究—」『（高知大学経済学会）高知論叢』第60号（1997年11月）。
- [26] Shearlock, Peter, “Life after BZW for Barclays”, *The Banker*, December 1997.
- [27] Pritchard, Simon, “BNP moves on Peregrine”, *South China Morning Post*, January 26, 1998.
- [28] Sender, Henny, with Granitsas, Alkman, “Broken Wings – Peregrine’s collapse raises troubling questions –”, *Far Eastern Economic Review*, January 22, 1998.
- [29] Kazuhiko, Shimizu, “At long last, liftoff for a Chinese joint venture”, *Institutional Investor*, September, 1997.
- [30] Lloyd-Smith, Jake, “Peregrine shares hit as Zurich talks go on”, *South China Morning Post*, January 8, 1998.
- [31] Standard Chartered Bank, “Annual Report 1995”.
- [32] 陳元，朱小華，殷介炎『香港金融体制与一九九七』中国金融出版社，1996年。
- [33] 《当代中国》叢書編輯部編『当代中国的金融事業』中国金融科学出版社，1989年。
- [34] 「雲南省政府，恒信集団買収し窓口会社に」『アジア・ビジネス・ウィークリー』No. 11（1998年3月25日）。