

## 金融業への外資出資比率の緩和と同時に

### 株主管理を強化する中国政府の動き

関根 栄一

#### ■ 要 約 ■

1. 2018年4月の中国・海南省で開催されたボアオ・アジアフォーラムでの習近平国家主席による対外開放の継続・拡大に関するスピーチを受け、中国人民銀行・易綱総裁は、金融業の対外開放に関する12項目を発表し、2017年11月の米中首脳会談等での中国政府の公約内容を更に拡大し、期限を区切って実施することを確約した。
2. 金融業の開放のうち、証券業では、従来の外資出資上限49%の51%への引き上げと3年後の撤廃とともに、業務範囲の拡大を容認した。保険業では、生命保険業への外資出資比率の緩和を前倒しで実現し、保険関連業務での国内資本との同一性を確保した。銀行業では、貸出債権の株式化に伴う受け皿会社への出資など、新規業務での外資進出を容認した。
3. 対外開放の一方で、中国政府は過去の事件を教訓に、金融業に出資する株主への管理監督を強化する方針である。そのうち、証券業では、従来の「5%以上の保有株主」、「25%以上を保有する等の主要株主」に加えて、「5%未満の保有株主」と「50%以上を保有する等の支配株主」を加えて、株主を四つに分類し、保有比率が多いほど満たすべき基準を強化する方針である。
4. また、中国では、既に50~60社に上ると見られる金融持株会社に対する管理監督体制が整っておらず、グループ内の資金循環や関連取引、複雑な株主構成による大株主の権利濫用、銀行・保険・証券という業態別規制のアービトラージが発生し、レバレッジを効かせるなどして金融市場での潜在的なシステムリスクを高めている。
5. このため、2017年には業態別の管理監督の内閣レベルの調整機関として「国務院金融安定発展委員会」が創設され、2018年3月には銀行と保険の管理監督機関が統合され、「中国銀行保険監督管理委員会」が新たに発足し、それぞれ幹部人事の手当てもなされている。
6. 金融業の対外開放の新たな方針の下、証券業では既に出資している外資持分の引き上げや、保険業では外資の新規進出や異業種の国内資本の進出が始まっている。3年後の2021年を目標に設定した金融業の対外開放の促進とシステムリスクの発生防止に向け、中国政府にはバランスの取れた政策運営が求められている。

## I ポアオ・アジアフォーラムでの金融業の対外開放措置の発表

### 1. 習近平国家主席自ら対外開放の継続・拡大に言及

2018年4月10日、習近平国家主席は、中国・海南省で開催されたポアオ・アジアフォーラム（中国版ダボス会議）での基調演説で、本年が1978年に始まった改革開放40周年に当たることに触れた上で、今後も、対外開放を継続・拡大していくとした。続いて、対外開放の拡大に向けた四分野からなる重要措置を講ずると宣言した。

対象となる四分野は、一つ目が市場参入規制の大幅な緩和、二つ目が魅力的な投資環境の一層の創造、三つ目が知的財産権の保護の強化、四つ目が輸入の積極的な拡大である。これらのうち、市場参入規制の大幅な緩和では、中国の外資導入政策で、①外資出資比率やライセンス面で「制限類」に分類されてきた銀行業・証券業・生命保険業への外資出資上限を緩和し、同時に大幅に開放すること、②外国金融機関の設立規制を緩和し、中国国内での業務範囲を拡大するとした。また、金融業の外資参入規制緩和を実現するためにも、外資による具体的な投資分野を「奨励類」「制限類」「禁止類」の3類型に分けて管理してきたポジティブリスト方式から、投資分野に原則制限を設けず、制限・禁止は例外扱いとして管理するネガティブリスト方式への転換作業を、2018年の上半期に完成させ、参入前内国民待遇に基づく新たな外資導入政策を実現するとした。

市場参入規制の大幅な緩和には、金融業と同様に外資出資上限が課されてきた自動車産業も含まれ、出来るだけ早く開放するとしている。四分野の開放措置は、中国経済の市場化改革を促進するものであると同時に、米トランプ政権が中国政府に求めている市場開放、知的財産権の保護、対米貿易黒字の削減に応える側面もあろう。米トランプ政権は、4月3日に中国製品への制裁関税の原案を公表し、原案の意見聴取期間である60日間を経た6月以降に最終的な品目を決めて制裁関税を発動する方針であったところ、7月3日に、米中双方で340億ドル分の関税を互いに発動する結果となった。中国政府が金融業や自動車産業への外資参入規制の緩和の前提となるネガティブリスト方式の実施時期を上半期と期限を区切ったのは、中国政府として米国政府との制裁関税回避の交渉の材料にする思惑があったものと考えられる。

### 2. 中国人民銀行・易綱新総裁による対外開放12項目の発表

習主席の宣言の翌日の4月11日、3月に開催された第13期全国人民代表大会（全人代）で、周小川総裁の後任として選出されたばかりの中国人民銀行・易綱新総裁は、フォーラムでの演説の中で、金融業の対外開放は、①参入前内国民待遇とネガティブリスト方式に基づくこと、②為替改革と資本項目の自由交換性の進捗と組み合わせること、③金融リスク発生の防止を重視し、管理監督能力と開放の水準をマッチさせること、という三原則を遵守して進めるとした。その上で、向こう数ヶ月以内に実施する6項目と、2018年内に

実施する 6 項目の計 12 項目からなる措置（以下、開放 12 項目）<sup>1</sup>を発表した（図表 1）。なお、前者の「向こう数ヶ月以内」の期限については、中国人民銀行の発表では明示されていないが、演説では「2018 年 6 月末を目途とする」とされたことが現地報道から確認されている。

金融業の対外開放は、実は、2017 年から中国政府が検討を進めてきた既定方針でもあり、以下のように表明されてきた。一つ目が、2017 年 1 月 17 日に国務院（内閣）が公表した「対外開放を拡大し外資の積極的利用に向けた若干の措置に関する通知」である。二つ目が、2017 年 8 月 16 日に国務院が公表した「外資誘致促進に向けた若干の措置に関する通知」（39 号通知）である。いずれの通知でも、①外資参入制限の更なる緩和を目指すこと、②重点対象業種がサービス業であること、③サービス業の中でも特に銀行業・証券業・保険業といった金融業を主力業種としていることで共通している。

続いて、第 2 期習近平指導部が発足した 2017 年 10 月の中国共産党第 19 回党大会の政治報告では、「社会主義現代化強国」の構築を 1949 年から建国 100 周年を迎える今世紀半ばまでに実現する長期目標が掲げられ、2035 年までとそれ以降の 2 段階にわたる中期目標を合わせて設定している。そして、経済面での長期目標を実現していく上で、金融業では、第一に、社会主義市場経済体制の充実化を急ぐ観点から、①金融制度改革の深化、②直接金融の割合の引き上げ、③多様な資本市場の健全な発展の促進を進める方針が盛り

図表 1 中国人民銀行・易綱総裁による金融業の対外開放 12 項目

実施期限	番号	業界	内容
向こう数ヶ月以内 (2018年6月30日)	①	銀行	・銀行及び資産管理会社(四大国有商業銀行の傘下に設立された不良債権処理会社)に対する外資保有制限を撤廃し、内資・外資を同一に扱う。 ・外資系銀行が、中国国内で同時に支店及び現地法人を設立することを容認する。
	②	証券・ 生命保険	・証券会社、基金管理会社、先物会社、生命保険会社の外資出資上限を51%まで引き上げ、3年後には出資上限を撤廃する。
	③	証券	・中国側合併パートナーについて、少なくとも1社を中資系証券会社とすることを求めない。
	④	証券	・2018年5月1日から、中国本土(上海・深圳)－香港間のストックコネクの一日当たりの投資枠を4倍に拡大する。(上海・深圳の各投資枠を130億元から520億元に、香港株の各投資枠を105億元から420億元へ拡大する。)
	⑤	保険共通	・条件を満たした外資が、保険代理業務及び保険査定業務を行うことを容認する。
	⑥	保険共通	・外資保険ブローカー会社の業務範囲を拡大し、内資と同一に扱う。
2018年内	①	銀行	・信託、ファイナンスリース、自動車金融、マネーブローカー、消費者金融等の分野での外資参入を奨励する。
	②	銀行	・商業銀行が新規に設立する金融資産投資会社(貸出債権の株式化に伴う受け皿会社)及び理財会社(銀行理財業務を行なう受け皿会社)への外資保有比率に制限を設けない。
	③	銀行	・外資系銀行の業務範囲を大幅に拡大する。
	④	証券	・合併証券会社の業務範囲のみを制限する措置を行わない。
	⑤	保険共通	・外資保険会社(現地法人)設立前に、2年間、駐在員事務所を設ける規制を廃止する。
	⑥	証券	・上海－ロンドンストックコネクの実施。
その他	-	決済	・銀行カード清算会社及び非銀行決済機関への市場参入規制を開放済。
	-	格付け	・外資金融サービス会社による信用格付け業務の展開に関する制限を緩和済。
	-	信用情報	・外資が出資する信用情報会社に内国民待遇を実施した。

(注) 12 項目のうち、最初の 6 項目の「向こう数ヶ月以内」とは、2018 年 6 月 30 日までの実現が目標とされている。

(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3517821/index.html>

込まれている。第二に、全面的な開放の新たな枠組みを促す観点から、①参入前内国民待遇とネガティブリスト方式の全面的な実施、②市場参入条件の大幅な緩和、③サービス業の対外開放の拡大を進める方針が盛り込まれている。

こうした国務院による政策発表や、第19回党大会での方針発表等、金融業の対外開放の内容が検討されてきた中で、2017年11月8日～10日の米トランプ大統領の訪中による米中首脳会談を機に、中国政府（財政部）は金融業（銀行業・証券業・生命保険業）の外資参入規制の緩和を発表しており<sup>2</sup>、今回の開放12項目は、開放の内容を更に拡大し、期限を区切って実施を確約したことが特徴である。

## II 業種別に見た開放の内容と特徴

### 1. 証券業では出資比率だけでなく業務範囲も拡大する方向

開放12項目は、分野別では証券業と生命保険業が重複しているため実質13項目あり、内訳は、①銀行業が4項目、②保険業が4項目、③証券業が5項目となっている。外資出資上限の緩和だけでなく、ライセンス面で、最も大きく開放される方向の証券業の特徴は、従来の制限と比較すると以下の通りとなる（図表2）<sup>3</sup>。

図表2 金融分野の外資参入規制の変遷

業種	外商投資産業指導目録(2017年修正版)等	米中首脳会談の成果(2017年11月)	ポアオ・アジアフォーラム(2018年4月)	
				実施期限
証券会社	・外資出資比率は49%を超えてはならない。	・外資が、(単一・複数、また直接・間接を問わず)証券会社に投資する際の上限比率を51%まで拡大する。 ・この規制緩和を実施してから3年後、投資比率は制限を受けない。	・外資出資上限を51%まで引き上げ、3年後には出資上限を撤廃する。 (参考) ・2018年3月9日、中国证券监督管理委员会は、「外商投資証券会社管理弁法」の草案を公表し、パブリックコメントを実施。 ・草案の中で、①上場中資系証券会社への外資出資上限(現時点では51%)を非上場中資系証券会社にも適用し、②上場中資系証券会社への外資単独の出資上限を30%に設定。	2018年6月30日
	・設立時点で以下の業務に限定される。 ①人民元普通株(A株)の引受・スポンサー業務 ②外資株(B株、H株等)の引受・スポンサー・ブローカレッジ業務 ③政府債の引受・スポンサー・ブローカレッジ・トレーディング業務 ④公司債の引受・スポンサー・ブローカレッジ・トレーディング業務 ・設立後、満2年を経過すれば、条件を満たした会社は、ライセンス内容の拡大を申請できる。	・ライセンスについては、特に言及無し。	・合併証券会社の業務範囲のみを制限する措置を行わない。 (参考) ・上記草案の中で、証券法125条に定める業務(①証券ブローカレッジ、②証券投資顧問、③証券取引、証券投資活動と関連する財務アドバイザリー、④証券引受およびスポンサー、⑤証券レーディング、⑥証券資産管理、⑦その他証券業務)を、原則、同時に4つまで申請することができる。 ・また、1年後にはライセンスの追加申請ができ、毎回2つまで申請できるとした。	2018年内
	・中国側合併パートナーは、中資系証券会社に限定される。	・中国側合併パートナーについては、特に言及無し。	・中国側合併パートナーについて、少なくとも1社を中資系証券会社とすることを求めない。	2018年6月30日
生命保険会社	・外資出資比率は50%を超えてはならない	・外資出資上限を3年後に51%まで引き上げ、5年後には出資上限を撤廃する。	・外資出資上限を51%まで引き上げ、3年後には出資上限を撤廃する。(前倒し実施を決定。)	2018年6月30日
中国資本の商業銀行	・単独の外国金融機関及びその支配するまたは共同で支配する関連者が、発起人または戦略的投資家として単独の中国資本の商業銀行に投資をする場合、株式保有比率は20%を超えてはならない。 ・複数の外国金融機関及びその支配するまたは共同で支配する関連者が、発起人または戦略的投資家として単独の中国資本の商業銀行に投資をする場合、株式保有比率は25%を超えてはならない。	・中国資本の銀行・資産管理会社に対する外資単独での保有制限20%、外資合計での保有制限25%を撤廃し、内資・外資による統一した銀行業への株式投資比率規則を実施する。	・銀行・資産管理会社に対する外資保有制限を撤廃し、内資・外資を同一に扱う。	2018年6月30日

(出所) 国務院、国家発展改革委員会、中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> [http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201711/t20171111\\_2747953.htm](http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201711/t20171111_2747953.htm)

<sup>3</sup> なお、香港資本の中国本土の証券業への進出の場合、中国本土と香港間の経済貿易緊密化協定(CEPA)の枠組みの下で、出資比率や合併パートナー、ライセンスの面で、既に優遇策が付与されている。詳しくは、関根栄一「金融業の更なる開放を目指す中国の新外資政策の公表」『野村資本市場クォーターリー』2017年春号を参照。

## 1) 出資比率

### (1) 従来の規制

証券業への外資参入は、主に合弁会社設立の方式で、外資出資上限が課せられる。2001年の中国の世界貿易機関（WTO）加盟時は、33%が外資出資上限であった。その後、2012年10月11日、この年の米中戦略・経済対話での合意事項（中国側公約内容）を受け、中国証券監督管理委員会（証監会）は「外資の証券会社設立への参入規則」を改正し（即日施行）、外資出資上限を49%まで引き上げた。

また、単独の外資による上場中資（中国資本）系証券会社の株式保有比率（直接保有と間接支配を含む）は20%が上限となる。同時に、外国人投資家全体による上場中資系証券会社の株式保有比率（直接保有と間接支配を含む）は25%が上限となる。

### (2) 開放の内容

前述の米中首脳会談では、中国政府は、（単一か複数か、また直接か間接かを問わず）従来の外資出資上限を49%から51%に引き上げ、外資に経営権を与えることを認めた。加えて、51%に引き上げてから3年後を目途に、出資制限が撤廃されるとし、外資100%の証券会社の設立を容認した。また、今回の開放12項目でも、外資出資上限を51%まで引き上げ、3年後には出資上限を撤廃することを確約した。実施時期は、2018年6月30日と設定されていたが、政策上は、6月28日に国家発展改革委員会と商務部が外商投資参入特別管理措置としてのネガティブリストを公表し、7月28日から施行された<sup>4</sup>。同リストでは、外資系証券会社については、3年後の2021年に出資上限を撤廃することも明記された。

時期は前後するが、2018年3月9日、証監会は、外資系証券会社に関する上記の規則を「外商投資証券会社管理弁法」に名称変更した上で草案（以下、管理弁法草案）を公表し、パブリックコメントを実施した<sup>5</sup>。続いて、同年4月28日、証監会は、パブリックコメントを反映した上記管理弁法を公布した<sup>6</sup>。草案の中で、外資の証券会社への出資面での規制緩和では、①上場中資系証券会社への外資出資上限（現時点では51%）を非上場中資系証券会社にも適用し、②上場中資系証券会社への外資単独の出資上限を30%に設定した<sup>7</sup>。このうち、後者については、今後、適格外国機関投資家（QFII）による上場会社への投資規制（外資単独で20%まで、外資全体で25%までという保有制限）との調整を図る必要が出てこよう。

<sup>4</sup> <http://www.mofcom.gov.cn/article/b/f/201806/20180602760432.shtml>

<sup>5</sup> [http://www.csrc.gov.cn/newsite/zjhxwfb/xwdd/201803/t20180309\\_335025.html](http://www.csrc.gov.cn/newsite/zjhxwfb/xwdd/201803/t20180309_335025.html)

<sup>6</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201804/t20180428\\_337509.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201804/t20180428_337509.htm)

<sup>7</sup> なお、管理弁法本体では、パブリックコメント版とは異なり、具体的な外資出資上限に関する内容やライセンスについては特段言及されておらず、申請面での手続き中心に記載されている。

## 2) 中国側合弁パートナー

### (1) 従来規制

中国側合弁パートナーは、中資系証券会社に限定され、そのうち 1 社は最低 49% を保有する。これは、中国の証券会社以外の異業種の資本と組んで合弁証券会社を作ることができないということを意味する。

### (2) 開放の内容

米中首脳会談では、中国側合弁パートナーの取り扱いについて特に言及は無かったものの、開放 12 項目では、中国側合弁パートナーについて、少なくとも 1 社を中資系証券会社とすることを求めないとした。実施時期は、2018 年 6 月 30 日となる。

前述の管理弁法草案の中でも、中国側合弁パートナーは中資系証券会社に限らないことを確認した。以上の措置によって、外資にとって、新設の場合、合弁パートナーの選択肢が増えることとなるが、後述の通り、出資比率によって、金融機関の株主の条件を分類・強化し、政府から見て優良な株主を選別しようとする政策に留意していく必要があるだろう。

## 3) ライセンス内容

### (1) 従来規制

合弁証券会社の設立時点での対象業務は、①人民元普通株（A 株）の引受・スポンサー業務、②外資株の引受・スポンサー業務・ブローカレッジ業務、③政府債・社債（上場会社が発行する「公司債」）<sup>8</sup>の引受・スポンサー・ブローカレッジ・トレーディング業務に限定されている。但し、合弁会社設立後、経営期間が満 2 年を経過すれば、ライセンス内容の拡大を申請できる。

ライセンス面では、上海証券取引所や深圳証券取引所に上場している A 株については、企業の株式上場時の引受業務はできるものの、設立当初は、個人投資家向けの販売業務ができない。

### (2) 開放の内容

米中首脳会談では、ライセンスの取り扱いについて特に言及は無かったものの、開放 12 項目では、合弁証券会社の業務範囲のみを制限する措置を行わないとした。実施時期は、2018 年内となる。

前述の管理弁法草案の中でも、ライセンスについては、証券法 125 条に定める業務（①証券ブローカレッジ、②証券投資顧問、③証券取引、証券投資活動と関連する財務アドバイザー、④証券引受およびスポンサー、⑤証券トレーディング、⑥証券資

<sup>8</sup> 他に、中国人民銀行が管理監督する銀行間債券市場で発行される社債（CP としての「短期融資債」や MTN としての「中期手形」）の引受業務のライセンスは、証監会ではなく、自主規制機関としての中国銀行間市場交易商協会が審査・付与権限を有している。

産管理、⑦その他証券業務)を、原則、同時に4つまで申請することができるとし、1年後には追加申請ができ、毎回2つまで申請できるとした。

合弁証券会社の新設の場合、申請条件次第ではあるが、最短で2~3年で、証券法に定める全てのライセンスを取得できる可能性がある。既存の合弁証券会社の場合も、外資出資比率の引き上げに加えて、業務範囲の追加に向けた申請も可能となる。

## 2. 保険業の規制緩和も一部前倒しで実施

### 1) 生命保険業の出資比率

#### (1) 従来規制

2001年の中国のWTO加盟時の生命保険業の中国政府の公約は、外資出資上限(加盟時点で50%以下)に変更は加えず(前掲図表2)、加盟後3年以内に地理的制限を段階的に廃止するというものであった。

また、生命保険業・損害保険業に共通であるが、外資が中国国内に保険会社(現地法人)を設立する場合、国務院による「外資保険会社管理条例」(最新の修正版は2013年5月30日公布、同年8月1日施行)に基づき、2年以上、駐在員事務所を設けなければならないという規制が課せられていた。

#### (2) 開放の内容

2017年11月の米中首脳会談では、中国政府は、生命保険業での外資出資上限を3年後に51%まで引き上げ、5年後には外資出資上限そのものを撤廃する方針を示したが、今回の開放12項目では、2018年6月30日を目途に外資出資上限を51%まで引き上げ、その3年後には出資上限を撤廃するとして、3年間の前倒し実施を決定した。なお、中国のWTO加盟時の損害保険業の公約は、外資出資制限(加盟時点で51%以下)を加盟後2年以内に制限なしとし、また加盟後3年以内に地理的制限を段階的に廃止するというものであった。

また、開放12項目では、生命保険業・損害保険業の共通事項として、外資の現地法人設立前に、2年間、駐在員事務所を設ける規制を廃止するとし、2018年内に実施するとした。

以上の開放の内容を具体化するため、中国銀行保険監督管理委員会(銀保監会)は、2018年5月30日、「外資保険会社管理条例」と「外資保険会社管理条例実施細則」の各修正版に対するパブリックコメントを実施した。

### 2) 保険関連業務(共通)

#### (1) 従来規制

生命保険業・損害保険業に共通する保険関連業務のうち、第一に、保険代理業務は、当初、中国銀行保険監督管理委員会(保監会、現中国銀行保険監督管理委員会(銀保監

会) ) が制定した「保険代理機関管理規定」(2004年12月1日公布、2005年1月1日施行、2009年10月1日廃止)に規定され、その後、「保険專業代理機関監督管理規定」(2009年9月25日公布、同年10月1日施行)に規定され、うち外資は「外資保険代理機関及びその営業店設立審査批准」(2012年11月14日)に規定されている。規制の内容として、中国日本商会の「中国経済と日本企業 2017年白書」によれば、外資系生命保険会社が保険代理会社に出資をする場合、25%未満にしなければならないという制限が課せられている。

第二に、保険査定業務は、保監会が制定した「保険査定機関監督管理規定」(最新の修正版は2015年10月19日公布)に規定され、うち外資は「外資保険査定機関及びその営業店設立審査批准」(2012年11月14日)に規定されている。

第三に、外資が保険ブローカー会社を設立する場合、「外資保険ブローカー会社及びその営業店設立審査批准」があるが、2018年3月9日付中国保険報によれば、ライセンスは、外資100%出資であれ中外合弁であれ、①商業保険ブローカー業務、②再保険ブローカー業務、③国際海運・空運・陸運の保険及び再保険のブローカー業務ともに、大企業向けしか認められていない。

## (2) 開放の内容

今回の開放12項目では、保険代理業務及び保険査定業務は、条件を満たした外資の参入を容認されるとした。また、保険ブローカー会社については、外資の業務範囲を拡大し、内資と同一に扱うとした。いずれも、2018年6月30日を実施期限としているが、このうち外資保険ブローカーのライセンスは、2018年4月27日、銀保監会が、企業規模に関わらず業務範囲を定める通知を公布した。また、同年6月28日、銀保監会は、保険代理業務及び保険査定業務に対する外資参入の容認と、外資の申請手続きを内資と同様に扱うことに関する通知を公布した。

## 3. 銀行業については新規業務での外資進出容認も

### 1) 中資系銀行への出資比率

#### (1) 従来規制

中国の2001年のWTO加盟時の規制では(前掲図表2)、第一に、単独の外国金融機関及びその支配するまたは共同で支配する関連者が、発起人または戦略的投資家として単独の中国資本の商業銀行(中資系銀行)に投資をする場合、株式保有比率は20%を超えてはならないと規定されている。

第二に、複数の外国金融機関及びその支配するまたは共同で支配する関連者が、発起人または戦略的投資家として単独の中国資本の商業銀行に投資をする場合、株式保有比率は25%を超えてはならないと規定されている。これらの内容は、中国銀行業監督管理委員会(銀監会、現銀保監会)による「海外金融機関による中国資本金融機



関への資本参加の管理弁法」(2003年12月8日公布、同年12月31日施行)に規定されている。

## (2) 開放の内容

2017年11月の米中首脳会談では、中国政府は、中資系銀行に対する外資単独での保有制限20%、外資合計での保有制限25%を撤廃し、内資・外資による統一した銀行業への株式投資比率規則を実施するとした。外資出資上限の緩和は、1999年に中国の四大商業銀行が設立した不良債権処理会社で、現在は、金融ホールディングスとなった資産管理会社への外資出資にも適用されるとした。

また、今回の開放12項目でも、銀行・資産管理会社に対する外資保有制限を撤廃し、内資・外資を同一に扱うとし、外資系銀行が中国国内で同時に支店及び現地法人を設立することも容認した。実施期限はいずれも2018年6月30日に設定された。外資保有制限に関し、6月28日の国家発展改革委員会と商務部のネガティブリストでは、銀行・資産管理会社に対する外資保有制限は既に撤廃されており、今後は、上記管理弁法の関連規定の修正(削除)が進められていくこととなる。

## 2) ライセンス内容

### (1) 従来規制

外資系銀行の業務範囲については、国務院による「外資銀行管理条例」(最新の修正版は2014年11月27日公布、2015年1月1日施行)に、外商独資銀行等の場合(29条)や、外国銀行の支店の場合(31条)として規定されている。

また、同条例24条では、外資系銀行が人民元業務の取扱いを申請する場合、開業後、一年以上経過していることが義務付けられる。

### (2) 開放の内容

2017年11月の米中首脳会談では特に言及は無かったが、今回の開放12項目では、外資系銀行の業務範囲を大幅に拡大するとし、実施期限を2018年内に設定するとした。

どのように業務範囲の拡大が行われるかが注視されるが、上記条例で規定されている業務以外に、銀监会(現銀保监会)はこれまで個別の業務に対する審査・認可を行ってきたところ、順次、廃止してきており、今回もこのようなアプローチが取られる可能性がある。例えば、2017年3月10日に銀监会が公布した外資系銀行の一部業務に関する通知では、①国債の引受業務、②カスタディ業務、③財務アドバイザー等のコンサルティング業務を、(財政部や国家外為管理局等)他の監督当局から認可が得られることを前提に、同会に対しては事後報告制に切り替えている<sup>9</sup>。続いて、銀监会は、2018年2月24日に「外資系銀行行政許可事項実施弁法」の改正版を

<sup>9</sup> [http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC\\_ReadView/3836565C4DF4456C94C1B569DAF4BB4A.html](http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC_ReadView/3836565C4DF4456C94C1B569DAF4BB4A.html)

公布し（即日施行）、①顧客を代行する海外資産運用業務や同業務の資金受託業務や、②証券投資基金のカストディ業務に対する事前審査の取消と事後報告制への切り替えを行っている<sup>10</sup>。

また、外資系銀行の人民元業務については、自由貿易試験区（FTZ）に指定されている上海市や、サービス業の開放の実験地に指定されている北京市で、開業申請時に同時に人民元業務を申請することができる方向での緩和措置が既に発表されており、中国全体でも、2018年4月27日、中国銀行保険監督管理委員会から同様の緩和措置を実施することが発表された。

なお、前述の中国日本商会による「中国経済と日本企業 2017年白書」によれば、銀行業への開放要望項目の一つとして、債券引受資格の外資系金融機関への開放が提言されており、今後の中国当局の動きが注目される。

### 3) 新規業務での外資進出の容認

#### (1) 開放の内容

今回の開放 12 項目で、商業銀行が新規に設立する金融資産投資会社及び理財会社への外資保有比率に制限を設けないとし、2018 年内に実施するとの方針が示された。

#### (2) 背景

まず、商業銀行が新規に設立する「金融資産投資会社」とは、商業銀行が債務の株式化（Debt Equity Swap）を進めるための受け皿会社の名称である。中国政府は、近年急増している企業の債務問題の解決のため、債務の株式化を再開しようとしているが、商業銀行が貸出債権を株式化した後の株式の取得を行おうとした場合、商業銀行法 43 条の規定（商業銀行による企業への投資を禁止）に抵触することとなるため、特別措置が必要となる。このため、2017 年 8 月 8 日、銀監会は、「商業銀行の債務の株式化実施機関の新設に関する管理弁法（試行）」のパブリックコメントを実施し、同管理弁法 6 条の中で、受け皿会社に「金融資産管理会社」という名称を用いている<sup>11</sup>。2018 年 6 月 29 日、銀保監会は「金融資産投資会社管理弁法（試行）」を公布した<sup>12</sup>。

次に、商業銀行が新規に設立する「理財会社」とは、現在、商業銀行自身が行っている理財業務を行うための受け皿会社の名称である。中国では、商業銀行が組成・販売する理財商品（集団投資スキーム）の残高が急増しており、銀行本体の預貸業務等とのリスクの遮断が懸案となっている。このため、（後述の通り）中国共産党による承認を経て、2018 年 4 月 27 日、中国人民銀行等は「金融機関の資産管理業務規範化に関する指導意見」を公布し、同指導意見の中で、商業銀行に法人格を有する資産管

<sup>10</sup> [http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC\\_ReadView/3C40D56C31DB4A9595382D03E36CA78B.html](http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC_ReadView/3C40D56C31DB4A9595382D03E36CA78B.html)

<sup>11</sup> <http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/4A559383B88346A68BA28C81A5371D98.html>

<sup>12</sup> <http://www.cbrc.gov.cn/chinese/newShouDoc/54627439ECF64187AC91117180FD6D52.html>

理子会社の設立を認める方向性を打ち出している。

債務の株式化の実施実績は特に公表された数字は無いものの、銀行の理財商品の発行残高は 2017 年末時点で 29 兆 5,400 億円となっており、今後、外資の経営ノウハウを導入して過剰債務問題の解決を図ろうという中国当局の意図が見て取れる。

### Ⅲ 金融業に出資する株主への監督・管理も強化

#### 1. 株主の分類・基準を新たに設定した背景

中国政府は、銀行業で、外資の出資上限を撤廃し、内資と同一の基準を策定し、外資系銀行の業務範囲の拡大を容認する方向性を打ち出している。また、証券業では、中国側合弁パートナーを中資系証券会社のみとする規制を外し、同時に外資出資比率を段階的に緩和し、株主の多様化と業務範囲の拡大の方向性を打ち出している。それだけに、どのような株主が金融機関を設立し、拡大された業務範囲の下でどのようなビジネスを行うかは、中国の金融市場での資源配分の効率化というプラスの側面もある一方、金融市場でのリスクの発生を防止し、金融当局がどのようにコントロールするか、あるいはできるか、という問題にも直結してくる。実際、この数年、以下の通り、支配株主が出資する金融機関を使って金融市場でのリスクを高める事件が発生し、株主に関する新たな監視の仕組みを構築する機運を金融当局の中に高めることになった。

一つ目の事件は、中国国内の民間の投資会社がグループ企業や傘下の保険会社が組成した保険商品を通じ、上場大手不動産会社（万科）の株を買占め、敵対的買収を仕掛けた事件である。この事件では、民間の宝能投資集団（未上場）が、傘下の「前海人寿」という生命保険会社を使い、運用型の商品を募集して万科の株式購入の資金に充てたとされる。また、万科の不動産市場での競合先である中国恒大集団も、傘下の保険会社を使って、万科の株式を買集めた。また、宝能集団による買収行為は 2015 年 12 月に始まり、2017 年 2 月に宝能と恒大に中国当局から行政処分が下るまで約 1 年間続いた。

二つ目の事件は、中国国内や国外で派手な M&A を繰り返してきた安邦保険集団の創業者の逮捕（2017 年 6 月）である。2004 年に呉小暉氏が創業した同集団は、10 年余りで総資産 2 兆元に達し、中国国内での生命保険・損害保険事業に加え、銀行、証券、不動産等、総合的な金融・投資事業会社に急成長した。また、同集団は、傘下の生命保険会社が組成した運用型の商品で集めた資金で、米国の名門ホテル「ウォルドルフ・アストリア」を買収したことで有名になった。一方、同集団は、投機的な海外投資を行うリスクの高い企業として、また買収を装った「資産移転」を行っている疑いがあると当局から警戒されるようになり、最終的には、2018 年 2 月 23 日、保监会（現銀保监会）によって接収され、向こう 1 年間をかけて、同集団のリストラを行うこととなった。

いずれも、保険業を舞台に、株式市場や、M&A 資金を提供する銀行業も巻き込んだ事件となったものであるが、今後、中国政府は、金融機関への参入規制の緩和や業務範囲の

拡大を容認する前提として、内資・外資を問わず、金融機関を設立する株主の分類・基準を新たに設定し、優良な株主を選別する一方、架空名義の株主や支配株主が、出資した金融機関を使って金融市場でのリスクを高める行為を抑制・防止する方向性も併せて打ち出すこととなった。

## 2. 証券業のケース

株主の分類・基準の新たな制度のうち、証券業では、2018年3月30日、証監会が「証券会社株式持分管理規定」について、パブリックコメントを実施している<sup>13</sup>。証券業での株主は四つの類型に分類される（図表3）等、以下の方向で検討されている。これまで、証券業の株主の分類・基準は、証券法に基づき証監会が2015年8月27日に公布した株主変更に関する手引きで、「持分5%以上の株主」と、25%以上の持分を保有する株主、または5%以上を保有する第1順位株主としての「主要株主」の二つの類型しか規定されていなかったが<sup>14</sup>、今回の株主管理規定案では、主要株主について財務上の定量的な条件が加わったり、新たに設ける「支配株主」では純資産を1,000億元以上にする等、保有比率の多寡に応じて満たすべき基準が強化されていることが特徴である（図表4）。

図表3 金融業での保有比率ごとの株主分類

証券業		保険業		銀行業	
名称	比率	名称	比率	名称	比率
-	5%未満	財務1類株主	5%未満	主要株主	5%に満たないが商業銀行の経営・管理に大きな影響力を持つ株主
-	5%以上	財務2類株主	5%以上、15%未満		5%以上の株式もしくは議決権を保有もしくは支配する株主
主要株主	25%以上、または5%以上を保有する第1順位株主	戦略類株主	①15%以上、3分の1未満、または②株主総会の決議で重大な影響力を有する出資額・議決権を持つ株主		
支配株主	50%以上、または50%未満でも株主総会の決議で重大な影響力を有する議決権を持った株主	支配類株主	3分の1以上、または株主総会の決議で支配的な影響力を有する出資額・議決権を持つ株主		

（出所）中国証券監督管理委員会、中国保険監督管理委員会、中国銀行業監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

<sup>13</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201803/t20180330\\_336014.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201803/t20180330_336014.htm)

<sup>14</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306205/201106/t20110617\\_196507.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306205/201106/t20110617_196507.htm)

図表 4 証券業での新旧株主分類に基づく基準の違い

株主分類	株主変更手引き (2015年)		株主管理規定案 (2018年)	
5%未満	・分類なし	-	・新規設定	① 直近3年間に重大な法令違反がない等信用が良好。 ② ガバナンスの欠如等株主としての権利・義務履行に影響のあるような状況が存在しない。 ③ 株主構成が明確で、株主構成に資産管理プラン・投資ファンド等の商品が存在しない。 ④ 投資先企業の経営の失敗に重要な責任を負った場合3年以上経過。
5%以上	・分類あり	① 純資産が払込資本金の50%以上。 ② 偶発債務が純資産の50%未満。 ③ 期日到来の未返済債務がない。 ④ 純資産が5,000万元以上。	・分類あり (変更なし)	① 同左。 ② 同左。 ③ 同左。 ④ 同左。
主要株主 (25%以上、または5%以上を保有する第1順位株主)	・分類あり	① 持続的な利益計上能力がある。 ② 信用が良好で、直近3年間に重大な法令違反がない。 ③ 純資産が2億元以上。	・分類あり (基準強化)	① 原則、直近3年間連続黒字で、直近3年間の営業収入が累計500億元以上。 ② 同左。 ③ 同左。 ④ 直近3年間の事業規模・収入・利益・市場シェアが業界の最前列。 ⑤ 証券会社に対して持続的に資本を補充できる能力がある。 ⑥ 証券会社の業務範囲とマッチした金融関連業務の展開経験があり、資本金・技術協力・管理サービスまたは営業販売チャネル等の面で優位性があり、証券会社の総合的な競争力を高めるために支援を提供できる。
支配株主 (50%以上、または50%未満でも株主総会の決議で重大な影響力を有する議決権を持った株主)	・分類なし	-	・新規設定 (基準強化)	① 純資産が1,000億元以上。 ② 原則、直近5年間連続黒字で、直近3年間の中核業務の営業収入が累計1,000億元以上であり、中核業務の純利益が純利益全体の50%以上。証券会社への出資が中核業務の発展に有利であり、株主の長期戦略と協調・一致。 ③ 出資する証券会社のガバナンスの整備や長期的な発展について実行可能性のある計画プランあり。証券会社の経営管理に対する独立性・リスク波及の防止・利益の不当な移転に対し明確な自律的抑制メカニズムあり。

- (注) 1. 持分の保有比率が高まるにつれて、満たすべき基準が増えていく構成となっている。  
2. 株主管理規定案では、主に証券業務を行なう証券会社が主要株主や支配株主になる場合、別の財務上の条件（未発表）が課せられる。

(出所) 中国証券監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

## 1) 証券業での株主の分類・基準

### (1) 持分5%未満の株主

第一が、持分5%未満の株主である。

同株主については、①直近3年間に重大な法令違反がない等信用が良好であること、②長期にわたり実際に業務を行なっていなかったり、営業停止や破産・清算、ガバナンスの欠如、内部コントロールの喪失等株主としての権利・義務履行に影響のあるような状況が存在しないこと等、③（最終受益者に至るまでの）株主構成が明確であり、株主構成に信託プラン・資産管理プラン・投資ファンド等の商品が存在しないこと、④投資先企業の経営の失敗に重要な責任を負った場合3年以上経過していること、といった参入条件が課せられている。

### (2) 持分5%以上の株主

第二が、持分5%以上の株主である。

同株主については、持分5%未満の上記条件を満たしていることに加えて、①純資産が払込資本金の50%以上であること、②偶発債務が純資産の50%未満であること、③期日到来の未返済債務がないこと、④純資産が5,000万元以上であること、といった参入条件が課せられている。

### (3) 主要株主

第三が主要株主で、25%以上の持分を保有する株主、または5%以上を保有する第1順位株主が該当する。

同株主については、持分5%未満及び持分5%以上の上記条件を満たしていることに加えて、①純資産が2億元以上であること、②原則、直近3年間連続黒字で、直近3年間の営業収入が累計500億元以上であること、③直近3年間の事業規模・収入・利益・市場シェアが業界の最前列にあること、④証券会社に対して持続的に資本を補充できる能力があること、⑤証券会社の業務範囲とマッチした金融関連業務の展開経験があり、資本力・技術協力・管理サービスまたは営業販売チャンネル等の面で優位性があり、証券会社の総合的な競争力を高めるために支援を提供できること、といった参入条件が課せられている。なお、主に証券業務を行なう証券会社が主要株主になる場合は、上記の②及び③の条件は適用せず、別の規定を設ける。

### (4) 支配株主

第四が支配株主で、50%以上の持分を保有する株主、または50%未満でも株主総会の決議で重大な影響力を有する議決権を持った株主が該当する。

同株主については、持分5%未満、持分5%以上及び主要株主の上記条件を満たしていることに加えて、①純資産が1,000億元以上であること、②原則、直近5年間連続黒字で、直近3年間の中核業務の営業収入が累計1,000億元以上であり、中核業務の純利益が純利益全体の50%以上であり、証券会社への出資が中核業務の発展に有利であり、株主の長期戦略と協調・一致していること、④出資する証券会社のガバナンスの整備や長期的な発展について実行可能性のある計画プランがあり、証券会社の経営管理に対する独立性・リスク波及の防止・利益の不当な移転に対し明確な自律的抑制メカニズムを有していること、といった参入条件が課せられている。なお、主に証券業務を行なう証券会社が主要株主になる場合は、上記の①及び②の条件は適用せず、別の規定を設ける。

## 2) 株主に対する規制

### (1) シースルー型管理手法の採用

株主に対する規制として、第一に、証監会は、管理規定の中で、株主の分類・基準の設定以外に、出資予定の株主に対し、真実性・正確性・完全性の観点から、最終権利保有者に至るまでの株式構成、及びその他株主との関連性もしくは共同保有者との関係の説明を求めている。これは、株主が、隠れた方法で、証券会社の株主資格に対する審査や管理監督を回避することを防止するためであり、シースルー型の管理手法を採用することで、株主の背景の事前審査を一気通貫して行う方針を証監会は示している。

また、株主が、株式を分散して保有することにより、株主資格の審査や管理監督を

回避することを防止するため、証監会は、出資者に関連する当事者の保有株を合わせて計算することや、形式よりも実質を重視することを、判断の基準とする方針である。

## (2) 資金源の監視

第二に、証監会は、管理規定の中で、受託資金や負債性の資金等自己資金以外での証券会社への出資を禁止している。

## (3) ロックアップ期間の設定

第三に、証監会は、株主に対し、その保有形態毎に、保有株のロックアップ期間を設けている。例えば、①支配株主または実質支配者が存在する証券会社でその支配株主や、②証券会社の支配株主や実質支配者から支配を受ける株主は、株式保有日から起算して 60 ヶ月以内は持分を譲渡してはならない。その他の株主は、株式保有日から起算して 36 ヶ月以内は持分を譲渡してはならない。他に、支配株主や実質支配者が存在しない証券会社の株主は、株式保有日から起算して 48 ヶ月以内は持分を譲渡してはならない。

また、証監会は、過度なリターンの追求を防止するため、証券会社の株主に対し、出資後のロックアップ期間中に保有証券会社株式を担保とすることを禁止している。

## 3) 外国人株主に対する規定

前述の証監会による「外商投資証券会社管理弁法」の草案及び管理弁法本体の中で、出資する外資の条件として、①必ず金融機関でなければならず、②良好な国際的なレピュテーションと経営実績があり、③直近 3 年間の業務規模・収入・利益が国際的に最上位にあること、④直近 3 年間の長期信用が高い水準を保っていること、が課せられている。また、設立当初の業務範囲は、支配株主または筆頭大株主が行う証券業務の範囲と合致していなければならないことが、管理弁法本体の中で課せられている。

これらに対する定量的な条件が今後の焦点となるが、出資比率を緩和し、業務範囲の拡大を容認する上で、国際的に一流の外国金融機関を選別しようとする中国政府の方針が見て取れる。

## 3. 保険業のケース

保険業では、2018 年 3 月 2 日、保監会（現銀保監会）は「保険会社株式持分管理弁法」を公布し、同年 4 月 10 日から施行している<sup>15</sup>。管理弁法のプレスリリース<sup>16</sup>から整理すると、保険業での株主は四つの類型に分類される等、以下の方向で株主に対す

---

<sup>15</sup> <http://bxjg.circ.gov.cn/web/site0/tab5176/info4101516.htm>

<sup>16</sup> <http://circ.gov.cn/web/site0/tab5207/info4101518.htm>

る管理を強化しようとしている（前掲図表 3）。この管理弁法では、単一の株主の保有比率の上限を、これまでの 51%から 3 分の 1 に引き下げていることが特徴である。

## 1) 保険業での株主の分類・基準

### (1) 財務 1 類株主

第一が、持分 5%未満の「財務 1 類株主」である。

同株主については、①経営状況が良好で、合理的な水準の営業収入があること、②財務状況が良好で、直近 1 年間に黒字であること、③納税記録が良好で、直近 3 年間脱税記録が無いこと、④信用記録が良好で、直近 3 年間、重大な信用喪失行為が無いこと、⑤コンプライアンスが良好で、直近 3 年間重大な法令違反が無いこと、といった参入条件が課せられている。

### (2) 財務 2 類株主

第二が、持分 5%以上、15%未満の「財務 2 類株主」である。

同株主については、「財務 1 類株主」の上記条件を満たしていることに加えて、①クレジットが良好で、投資行為が安定的であり、中核業務が突出していること、②持続的な出資能力があり、直近 2 年間連続黒字であること、③比較的強い資金力があり、純資産が 2 億元以上であること、といった参入条件が課せられている。

### (3) 戦略類株主

第三が、持分 15%以上、3 分の 1 未満、または株主総会の決議で重大な影響力を有する出資額・議決権を持った「戦略類株主」である。

同株主については、「財務 1 類株主」及び「財務 2 類株主」の上記条件を満たしていることに加えて、①持続的な出資能力があり、直近 3 年間連続黒字であること、②純資産が 10 億元以上であること、③株式投資残高が純資産を越えないこと、といった参入条件が課せられている。

### (4) 支配類株主

第四が、持分 3 分の 1 以上、または株主総会の決議で支配的な影響力を有する出資額・議決権を持った「支配類株主」である。

同株主については、「財務 1 類株主」、「財務 2 類株主」及び「戦略類株主」の上記条件を満たしていることに加えて、①総資産が 100 億元以上であること、②直近 1 年間の純資産が総資産の 3 割以上であること、といった参入条件が課せられている。

## 2) 株主に対する規制

### (1) 株主の分類・基準の設定に基づく管理

株主の背景の事前審査や、ロックアップ期間の設定は、証券会社の株主に対する規



制の考え方と共通している。株主が、保険会社の設立に名を借りて、保険会社を自身の資金調達ツールとすることを防止することに、株主の分類・基準設定の目的がある。また、株主の分類に応じて、株主と投資先の保険会社間のリスクの隔離・関連取引・情報開示等の面で株主に要求を設定し、相互のチェック・牽制機能を有効に働かせ、株主による権利濫用や不当な利益移転等の問題を確実に防止しようとしている。

## (2) 株主の資金源の管理

株主の保険会社への投資資金は合法的に取得した自己資金でなければならない。また、株主は、持株会社の設立や、株式から得られる期待受益権（売買収益+配当）の譲渡の方法で調達した資金を使った保険会社への出資等の方法で、自己資金による投資を前提とした管理監督制度の回避をしてはならない。また、保険会社と関連した借入等、資金源として認められない方法を明確にし、資本に実態の裏づけがない問題や、虚偽出資等の問題を解決しようとして入る。

## (3) シースルー型管理手法の採用

実質に基づいて形式を判断するという原則の下、株主構成・資金源・実施支配者等の面で、保監会はシースルー型の管理監督を行う。株主の投資家としての背景・資質・関連関係等を一通貫方式で審査し、共同保有者を関連者として管理し、資金源に対する追跡・認定力を高める。また、保険会社の株主の実質支配者の変更を届出制に組み込み、隠れた関連関係・隠れた株主・違法な代理保有等の問題を重点的に解決する。

## 3) 外国人株主に対する規定

投資する株主が外国金融機関の場合、前述の四分類の株主の分類・基準に基づくこと以外に、管理弁法の中で（15条）、①直近3年間連続黒字であること、②直近前年末の総資産が20億ドル以上であること、③直近3年間の国際的な格付け会社の長期信用格付けがシングルA以上であること、が課せられている。

## 4. 銀行業のケース

銀行業では、2018年1月5日、銀监会（現銀保监会）は「商業銀行株式持分管理暫行弁法」を公布し、即日施行している<sup>17</sup>。管理暫定弁法のプレスリリース<sup>18</sup>から整理すると、以下の考え方・方針で株主に対する管理を強化しようとしている。

<sup>17</sup> [http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC\\_ReadView/CB5510B067C649C183490211E5E3B021.html](http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC_ReadView/CB5510B067C649C183490211E5E3B021.html)

<sup>18</sup> <http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/9E3A0EC75A0546BDA57FAAEA56CD714B.html>

### 1) 銀行業での株主の分類・基準

銀監会は、管理暫行弁法の中で「主要株主」という分類・基準を設定し、「商業銀行の5%以上の株式もしくは議決権を保有もしくは支配する株主、または保有数は5%には満たないが商業銀行の経営・管理に大きな影響力を持つ株主」とし、情報開示、保有株式数、保有期間、資本補填、ガバナンス等の分野での条件を明確化している（前掲図表3）。これによって、大株主の権利濫用、銀行経営への干渉等の問題を重点的に解決する一方、大株主による違法な商業銀行の経営・管理への干渉を着実に防止しようとしている。

### 2) 関連取引の管理強化

管理暫行弁法では、商業銀行の主要株主及びその支配株主、実質支配者、関連当事者、共同保有者、最終受益者をそれぞれ定義し、これらの関係者による商業銀行の関連取引管理プロセスに組み入れ、商業銀行が実質的に信用リスクを負担する各種関連取引をすべて対象とすることで、株主が、銀行間投資・資産管理プラン等の方法で商業銀行の資金を移転したり、横領することを防止する。

### 3) 金融商品を通じた株式保有への管理強化

管理暫行弁法では、信託商品、公募・私募ファンド、証券・基金管理会社及びその子会社・保険会社の資産管理プラン等の金融商品による商業銀行株保有の規則を明確にし、金融商品を利用した株保有の問題を重点的に解決しようとしている。すなわち、金融商品が上場商業銀行株式を保有することは可能だが、単一の投資家、金融商品の発行者もしくは管理者及びその実質支配者、関連当事者、共同保有者が支配する金融商品における同一の商業銀行の合計持株数は、商業銀行の株式全体の5%を超えてはならないとしている。

また、商業銀行の主要株主は、発行、管理、もしくはその他の方法で支配する金融商品を使って、主要株主となっている商業銀行の株式を（追加的に）保有してはならないとしている。

### 4) 外国人株主に対する規定

前述の銀監会による「海外金融機関による中国資本金融機関への資本参加の管理弁法」では、外国の商業銀行が中資系銀行に資本参加する場合、①直近1年の年末総資産が100億ドル以上、②銀監会が認可した国際的な格付け会社の長期信用格付けが良好であること、③直近2年間連続黒字であること、④自己資本比率が8%以上、⑤内部統制システムが健全であること、⑥登録地の金融機関への管理監督制度が整っていること、⑦所在国（地域）の経済状態が良好であること、が課せられている。銀行業への外資出資規制の緩和の中で、株主としての要件に今後変更があるのかどうかについて判断できる材料は、執筆時点で、中国政府から特に発表されていない。

## 5. 証券取引所での持分変動時のモニタリング強化

上場している金融機関に限られるものではないが、2018年4月13日、上海・深圳証券取引所は「上場会社の買収と株式持分変動時の情報開示業務指針」の草案をそれぞれ公表し、パブリックコメントを実施した。主な内容は、従前は持分比率が5%を超えた後の開示義務は5%以上の持分比率増減時だったのに対し、これを1%以上に変更している。また、持分比率が5%未満の筆頭株主も、同様の開示義務を負うこととしている。証券取引所での持分変動時のモニタリング強化は、金融機関に投資する投資家（株主）に対するシスルー型管理手法の一部と考えられる。

## IV 課題となっている金融持株会社に対する管理監督体制

### 1. 管理監督体制が不十分なまま金融持株会社が増加・多様化

証券業、保険業、銀行業の株主に対する監視を強める方針そのものは、個別の業界でのリスクの発生の防止には貢献するであろう。その一方で、個別の金融機関の株主が、持株会社として、前述の安邦集団のように、傘下に保険、銀行、証券といったライセンスを有する金融機関を持っている場合、金融持株会社に対する管理監督を行い、個別の業界を横断した包括的な金融業全体への管理監督を行うことも必要であるが、こうした金融持株会社に対する規制は、中国では実は空白地帯となっている。しかも、中国では、多様な資本による金融持株会社が看過できないほどの数になってきている。

中国における金融持株会社は、以下のような段階を経て増加してきた。第一段階が、中国のWTO加盟後の2002年で、国務院が中信集団、中国光大集団、中国平安集団の三グループを金融持株会社のテスト企業に指定した。第二段階が、2005年前後で、中央政府が管理する大型の国有企業が金融業に進出し始めた。第三段階が、グローバル金融危機の最中の2008年前後で、代表的な民間企業が金融業に進出し始めた。第四段階が2013年以降で、振興のネット企業がインターネットビジネスに付随した金融ライセンスを取り始めた。

このほかにも、地方政府が出資の母体となる地方投資会社や、伝統的な金融機関が個別にライセンスを取得したものまで含めると、中国の金融持株会社は既に50社~60社に上るとされている（図表5）。

図表 5 金融持株会社の分類と主要社名

分類	社名
国務院直轄	中信集団、中国光大集団、中国平安集団
銀行系	中国銀行、中国建設銀行、中国工商銀行、中国農業銀行、上海浦東発展銀行
非銀行系	安邦集団、長城資産管理公司、信達資産管理公司、華融資産管理公司、東方資産管理公司
中央国有企業系	中国石油、国家电网、中航資本、中国五鉱、招商局集団、華能集団、中国郵政集団
地方政府系	越秀集団、天津泰達、江蘇国信、浙江金控、山西金控、魯信集団、上海国際集団、重慶渝富、安徽国元
民間企業系	海航集団、復星集団、泛海集団、万達集団、連想控股、万向集団、中国華信、明天系、恒大集団、美的集団、中植集団
ネット企業系	アリババ(アント・フィナンシャル)、テンセント(騰訊金融)、京東金融、百度金融、小米金融

(出所) 2018年1月18日付金融時報より野村資本市場研究所作成

## 2. 問題の所在

明確な規制体系や管理監督体制が不在のまま増加している金融持株会社とその業務の問題点について、2018年3月の全国政治協商会議の委員や全国人民代表大会（全人代）の代表を兼務した金融当局者がインタビューに応える形で指摘している（図表6）<sup>19</sup>。

金融当局者のうち、中国人民銀行・西安支店・支店長の白鶴祥氏は、金融持株会社の問題点として、①虚偽出資やグループ内の資金循環による資産膨張とレバレッジ比率の拡大、②グループ内での関連取引、③複雑な株主構成や金融取引を通じた管理監督上の規制回避、④金融業と実業の間のリスクの移転や伝播の拡大を指摘している。また、こうした問題に対する対応策として、中国人民銀行・上海本部・副主任の金鵬輝氏（上海支店長兼務）は、①中国人民銀行が金融持株会社に対する管理監督の責任を負い、短期的には「金融持株会

図表 6 中国の金融持株会社に関する問題点・提言

問題点	中国人民銀行・西安支店・支店長・白鶴祥氏
	・虚偽出資やグループ内の資金循環が存在し、資産規模が短期間の間に急激に膨張し、レバレッジ比率が異常に高まっている。
	・グループ内での関連取引が行われ、資金を海外に移転し、金融機関の資産が空洞化している。
	・複雑な株主構成や金融取引を通じて、大株主としての権利を濫用し、取引スキームや実質的な支配者を隠し、(縦割りの)管理監督上のアービトラージを得ている。
提言	中国人民銀行・上海本部・副主任・金鵬輝氏(上海支店長兼務)
	・金融持株会社に対する管理監督面での立法を加速すべき。国務院金融安定発展委員会の事務局(中国人民銀行)が主導して規則を制定すべき。短期的には、中国人民銀行が「金融持株会社監督管理弁法」を制定し、長期的には国務院が「金融持株会社監督管理条例」を制定すべき。
	・中国人民銀行が金融持株会社に対する管理監督の責任を負うことを明確にすべき。同時に、各業界の管理監督部門が、金融持株会社の子会社の管理監督に責任を負うべき。
	・問題のレベルに応じて区別した管理監督を行うべき。商業銀行主導の金融持株会社の銀行については、銀行と非銀行子会社との業務関係に管理監督の重点を置く。また、保険会社、地方政府、民間企業、ネット企業の主導する金融持株会社への管理監督に重点を置くべき。
	・資本金の原資と不当な関連取引の防止を重点に置いて、株主に対するシースルー方式の管理監督を強化すべき。株主関係を明確にし、最終受益者による所有権情報を管理監督の基礎とすべき。

(出所) 2018年3月15日付証券時報より野村資本市場研究所作成

<sup>19</sup> 2018年3月15日付証券時報。

社監督管理弁法」を制定し、長期的には国務院が「金融持株会社監督管理条例」を制定すべきであること、②保険会社、地方政府、民間企業、ネット企業の主導する金融持株会社への管理監督に重点を置くこと、③株主に対するシースルー型の管理監督を強化すべきであること等、を提言している。また、中国の金融分野の研究者（中国社会科学院・金融研究所・銀行研究室・主任・曾剛氏）も中国国内のメディアに中国の金融持株会社の問題点や提言を寄稿しているが<sup>20</sup>、グループ内の関連取引や利益相反、規制アービトラージに対応すべきであり、管理監督主体の明確化と規則の制定も必要という点で、金融当局者の認識と一致している。

中国人民銀行・周小川前総裁も、2018年の全人代開催期間中の記者会見の中で（3月9日）、①一部の金融持株会社には不十分な資本、虚偽出資、資金循環の問題があり、資本の真実性・充足性・質が重要であること、②株主構成の透明性が重要であること、③関連取引に対する管理が重要で、持株会社と傘下の金融機関の間、またその他企業との間にファイヤーウォール制度を構築することが必要だと指摘している。

## V 新たな金融業の管理監督体制と株主管理の強化に向けた当面の業務

### 1. 国務院金融安定発展委員会の設立

#### 1) 設立と経緯

金融持株会社に対する規制の問題も含め、従来の金融業の管理監督部門の上部機関となる国務院金融安定発展委員会の創設が、2017年7月14日～15日に開催された第5回全国金融工作会议で決定された。全国金融工作会议は、中国共産党中央と国務院によって、1997年から5年に1回開催され、金融業の重要課題を討議する場となっている。新設の同委員会の狙いについて、習近平国家主席は「金融業に対する管理監督の協調を強化し、管理監督の不足部分を補わなければならない」とした上で、「同委員会を創設し、中国人民銀行のマクロプルーデンス管理とシステムリスクの防止を強化しなければならない」と述べている。

中国の金融業の管理監督制度は、第5回全国金融工作会议の開催時点では、中国人民銀行が金融政策全体、銀監会が銀行業、証監会が証券業、保監会が保険業と、縦割りの業界別管理監督体制となっており、銀行・証券・保険を跨いだ業界横断的な市場の問題、本稿で取り上げている金融ホールディングスの規制の問題や、個別の業界毎に急増した資産管理商品に見られる伴うシャドーバンキング問題に有効に対応しきれないという課題を抱えてきた。

金融業の管理監督体制の協調については、2013年6月に発生したインターバンク市場での金利高騰問題を機に、同年8月、「金融業の監督管理協調に関する部門間連席会議制度」が構築されている。同制度は中国人民銀行が事務局になって運営される

<sup>20</sup> 2018年4月9日付金融時報。

ものの、現行の管理監督体制を変更するものではなく、定期・不定期の情報交換・共有を行うことが目的であった。その後、中国では、企業債務の増加と、その裏側にある金融機関のバランスシート業務とオフバランスシート業務が複雑に絡み合い、システミックリスクの発生防止が管理監督上の最重要課題となってきた。システミックリスクの発生防止は、金融業の対外開放の条件・前提でもあり、習近平国家主席もこれを「金融安全」と称して、全てのボトムラインに設定している。「金融安全」については、全国金融工作会議に先立つ2018年4月25日、習近平国家主席も出席して開催された中国共産党政治局の集団学習会のテーマともなっている。

## 2) 機能

国務院金融安定発展委員会の第1回会議は、2017年11月に開催されている（発表は同月8日）。同委員会は、中国共産党中央と国務院によって、「金融安定及び改革発展の重要な問題の総合的な協調に関する審議・調整機関」と位置づけられた。

また、第1回会議の主催者は、金融担当副総理の馬凱氏であり、同委員会の主な職責は、①党中央・国務院の金融業務の政策立案、②金融業の改革発展の重要ルールの審議、③金融の改革発展と管理監督及び金融政策と管理監督の統合に関する事項、④管理監督の重要事項の総合調整、金融政策と関連する財政政策・産業政策との協調、⑤国際・国内金融情勢の分析・判断、国際金融リスクへの対応、システミックリスクの防止・処理及び金融安定維持の重要政策の研究、⑥地方の金融改革発展と管理監督に対する指導、金融管理部門・地方政府の業務執行に対する監督及び職責履行の問責、にあるとされた。

## 3) 人事

同委員会の第1回会議で発言を行った馬凱副総理は、第2期習近平指導部が名実ともに発足した2018年3月の全人代で退任している。金融分野を担当する後任の副総理は、習近平国家主席の経済ブレーンとも言われる劉鶴氏が担っている。劉鶴氏は、第1期習近平指導部の中国共産党内の経済分野の意思決定機関である党中財經領導小組の事務局長を務めており、第2期で同小組は委員会に格上げされ、引き続き事務局のトップを務めている。

第2期習近平指導部の下での国務院金融安定発展委員会・第1回会議は、2018年7月2日に開催され、劉鶴副総理の同委員会主任の就任と、中国人民銀行・易綱総裁の同委員会副主任及び同委員会弁公室（事務局）主任の就任が確認された<sup>21</sup>。同会議では、弁公室（中国人民銀行）が提出した（金融分野の）重大リスクの防止・解消に関する三年間のアクションプラン案が審議された。

<sup>21</sup> [http://www.gov.cn/guowuyuan/2018-07/03/content\\_5303229.htm](http://www.gov.cn/guowuyuan/2018-07/03/content_5303229.htm)

## 2. 銀行と保険の監督部門の統合

2018年3月の全人代では、国务院の機構改革案も審議され、行政改革が決定された。金融分野では、銀监会と保监会という銀行と保険の管理監督部門の統合が決定され、中国銀行保険監督管理委員会（銀保监会）が創設され、初代主席に銀监会の郭樹清主席が就任することとなった。同時に、銀行と保険の重要法案作成機能とマクロプルーデンス政策は中国人民銀行に移管されることとなった。

また、2018年3月26日、郭樹清氏が、中国人民銀行の党委員会書記を兼務することが発表された。中国人民銀行の総裁と党委員会書記は同一人物が兼任してきた過去の経緯からすると異例とも言える人事である。これは、同年3月27日に金融監督部門を視察した劉鶴副総理が講話した「金融リスクの防止と解消が現在の金融行政の重点中の重点業務であり、国务院金融安定発展委員会による統合・調整機能を強化して、金融業の安定的で健全な発展を促進しなければならない」という方針に沿って、銀行業と保険業の個別の業界監督とマクロプルーデンス政策を、銀保监会と中国人民銀行が一体となって実効的に進めるための人事と想像される<sup>22</sup>。

銀保监会の3月22日や3月27日の発表によれば、同会の幹部会議や党委員会会議の際、郭樹清主席は、①銀保监会の内部機構案を速やかに検討・作成し、国务院に報告後、実施すること、②同時に日常の管理監督業務も着実に進めること、を指示している。

## 3. 金融持株会社の問題は トップレベルの指示事項に

中国の金融業の管理監督体制は、2018年3月の全人代を経て、国务院金融安定発展委員会の下、中国人民銀行、銀保监会、証监会という「一委一行二会」で進めていくことになった。こうした中で、中国共産党の改革の司令塔である「中央全面深化改革委員会」（従来の「中央全面深化改革領導小組」から格上げ）は、同年3月28日に開催された同委員会の第1回会議において、金融分野では、「金融機関の資産管理業務の規範化に向けた指導意見」と「非金融企業の金融機関への投資の管理監督に対する指導意見」の二つを承認している。前者はシャドバンキング問題、後者は金融持株会社の規制に関する問題であり、金融分野では、党中央としてこの二つの問題に優先的に取り組むべきと管理監督部門に指示したものである。

金融業の株主管理とも直結する「非金融企業の金融機関への投資の管理監督に対する指導意見」で、上記第1回会議は、①非金融企業による金融機関への投資への管理監督を強化し、管理監督の不足部分を補うこと、②企業の金融機関への投資は実体経済にサービス

<sup>22</sup> 保険業と銀行業の管理監督機能は、元々中国人民銀行にあり、保険業の同機能は1998年に新設された中国保険監督管理委員会に分離・移管され、銀行業の同機能は2003年に新設された中国銀行業監督管理委員会に分離・移管されている。一方、証监会は、1992年に設立された当時の「国务院証券委員会」と「中国証券監督管理委員会」がその起源となっている。一元的な金融行政の実現という観点から、今後も金融業の管理監督体制の見直しが続いていくものと思われる。

することが目標であることを明確にし、株主としての条件・株主構成・投資資金・ガバナンス・関連取引に対する管理監督を強化すること、③実業と金融業のリスク面でのファイアーウォールを強化し、機関や業務を跨ったリスクの伝播を防止すること、を強調している。その後、2018年4月27日、中国人民銀行、銀保監会、証監会は、共同で上記指導意見を公布し<sup>23</sup>、非金融企業の金融機関への投資について、①投資条件の厳格化と参入条件の強化、②資金源の規律付けと資本への管理監督の強化、③法に基づく経営と利益移転の防止、④リスク伝播の防止と退出メカニズムの明確化、⑤シースルー方式の管理監督の強化と管理監督面の協調の推進、といった、金融当局の問題意識や前述の提言を反映した規制の方向性を打ち出した。特に、企業が支配株主として金融機関に投資をする場合、以下の要件を設定している。

第一に、核心となる本業が突出しており、業務の発展に持続可能性がある。第二に、資本面での実力が強く、持続的な出資能力がある。具体的には、原則、①直近3年間連続黒字、②年度末配当後の純資産の総資産に占める割合が40%、③株式投資残高が純資産の40%を越えない等の条件を満たす必要がある。第三に、ガバナンスに規律があり、組織構成が簡潔明瞭であり、株主・保有受益者の構成が透明であり、グループ内部の企業間構成の情報が完全に整備されているか、または匿名保有や代理保有も含めた株主・実質支配者・保有受益者の構成とその動きが開示されている。第四に経営能力が基準に達しており、金融分野のプロの人材を抱えている。

金融業への株主の管理強化のうち、銀行と保険は既に管理弁法が公布され、証券については草案が公表され正式な公布は時間の問題になってきている中で、今後は、企業が投資する金融持株会社規制に関する今次指導意見の細則も徐々に明らかにされて、金融業全体の株主に対する管理強化が進められていくこととなる。また、業界毎に設定されている保有比率ごとの株主の分類・呼称も（前掲図表3）、今後調整されていく可能性がある。

#### 4. 金融持株会社の統計制度の整備

中央全面深化改革委員会第1回会議での承認事項とも関係するが、2018年4月9日、国務院は「金融業の総合統計業務の推進に関する意見」を公布し、短期（2018年～2019年）、中期（2020年～2022年）に分け、包括的、横断的、統一的な金融統計制度の整備を進める方針を示した。

このうち、金融持株会社の統計制度の整備とモニタリングシステムの構築については、短期の取り組みに設定され、①株主関係・実質支配者・最終受益者に関するシースルー方式での全面的に統計を行う、②金融持株会社と子会社、各子会社間の金融業務の統計と、グループ内関連取引及びリスクへ反映させる、③多様・多層的かつ連結ベースのバランスシートを整備し、連結ベースでのモニタリングを行い、グループ内の資本充足・流動性・

<sup>23</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3529606/index.html>



リスク等の状況を反映させ、グループ外へのリスク伝達ルートを識別する、ことが目標となっている。

金融持株会社の統計制度の整備は、中国人民銀行が主導で、金融業の各管理監督部門と国家外為管理局が共同で行うこととなっているが、国務院は金融持株会社を含む「金融集団」が統計制度の整備の対象としているため、民間企業やネット企業等、これまでカバーしたくてもカバーし切れなかった非金融企業が投資する金融持株会社にまで統計制度の整備のための調査が及ぶこととなる。

## VI 結びにかえて

2018年に加速している金融業の対外開放は、これまで中国市場への進出を狙っていた外国金融機関にもチャンスとなるものである。日本との関係では、2018年4月16日、約8年ぶりに開催された日中両政府間の第4回日中ハイレベル経済対話（東京）において、金融庁が証券・生命保険等の分野での日本の金融機関の中国市場参入に対する支援を中国政府に申し入れている<sup>24</sup>。続いて、日中韓サミットに合わせて、中国首相として2011年5月以来7年ぶりに来日した李克強首相と安倍晋三総理との間で行われた5月9日の日中首脳会談では、金融分野で、これまで懸案とされてきた三点セットである①日本での人民元クリアリング銀行の設置、②円・人民元通貨スワップ協定の再開、③人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）の運用枠の日本への配分に加え、新たに、④中国本土市場での日系金融機関への債券業務ライセンス付与、⑤日本の証券会社等の中国市場参入に関する認可申請の審査促進の5項目での合意<sup>25</sup>がなされた<sup>26</sup>。

また、金融業の一連の対外開放を受けた外資の動きとして、証券業では、既に進出している外資のうち、既存の合弁証券会社に49%を出資している中で過半数への引き上げの意欲を示しているモルガンスタンレーや<sup>27</sup>、24.99%の持分を51%に引き上げるよう既に証監会に申請したUBSの動き<sup>28</sup>がある。新規設立では、野村ホールディングスは2018年5月8日に証監会に申請資料を提出し、同年7月3日に受理されている。同じく新規設立で、JPモルガン・チェースの香港子会社であるJPモルガン・ブローキングが同年5月10日に証監会に申請書類を提出している。保険業では、銀保監会が、工銀安盛資産管理有限公司の設立を認可した<sup>29</sup>。同会社の親会社である工銀安盛人壽は、中国工商銀行（60%）・仏保険大手アクサグループ（27.5%）・中国五礦集団（12.5%）が出資して設立した合弁生命保険会社であり、今次設立の工銀安盛資産管理有限公司も、実質的に外資系の新規進出と見なすことができる。他に、中国国内の異業種による保険業への進出の

<sup>24</sup> <https://www.fsa.go.jp/inter/etc/20180417/20180417.html>

<sup>25</sup> [https://www.mof.go.jp/international\\_policy/convention/dialogue/20180509press\\_release.htm](https://www.mof.go.jp/international_policy/convention/dialogue/20180509press_release.htm)

<sup>26</sup> 関根栄一「日中金融協力の本格的再開と今後の展望」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号（ウェブサイトを参照）。

<sup>27</sup> 2018年3月23日付日本経済新聞。

<sup>28</sup> 2018年5月2日、証監会はUBSからの申請書類を受理。

<sup>29</sup> 2018年5月2日。

ケースとして、2018年4月17日、独保険大手アリアンの中国法人の8.05億元の増資に際し、中国の電子商取引大手の京東集団が5億3,661万元を出資し、増資後持分33.3%を取得することが明らかになった<sup>30</sup>。今後、新たな株主管理規定に基づく銀保監会の認可が必要となるが、スマートフォンやネットを通じ販売する保険の種類を拡充することが京東集団の狙いと見られている。

開放12項目のうち、決済分野では、英ワールドファーストが中国人民銀行に決済業務ライセンスを申請したことが明らかとなった<sup>31</sup>。中国人民銀行は、決済分野で、内資・外資を同等に扱い、参入基準と管理監督要求の統一を実現することは、決済業務の公平な市場環境構築、決済機関のサービス水準向上、決済サービスの改革・開放や創新の加速に資するとの見方を示している。

金融業の対外開放の促進とシステミックリスクの発生防止は、中国政府にとって車の両輪となる重要な政策であり、両者とも向こう3年後の2021年を目標に進めていくことが確認されている。今後も、両者のバランスの取れた政策運営が求められていくこととなろう。

---

<sup>30</sup> 2018年4月17日付証券時報。

<sup>31</sup> 2018年5月3日付中国証券報。