

## 中国証券市場の外国資本への開放

### 1. 適格外国機関投資家（QFII）制度の導入

2002年12月1日、中国で国内投資家向けの証券市場を部分的に外国人投資家へ開放する法律が施行され、中国は資本市場の対外開放へ向けた大きな一歩を踏み出した。

これまで外国人による中国の証券市場への投資は、外国人向けに発行された株式（B株）市場への投資以外は基本的に認められていなかった。11月5日に中国証券監督管理委員会（CSRC）と中国人民銀行の連名で公布された同規定<sup>1</sup>では、適格と認められた適格外国機関投資家（QFII：Qualified Foreign Institutional Investors）に対して、一定の制限付ではあるが国内向け証券市場へ投資することを解禁した。

数日前の11月1日には、中国政府は1995年以来、不正な取引を防止するために原則的に禁止してきた外国資本による国有株と法人株<sup>2</sup>の取得を解禁し<sup>3</sup>、さらに、11月8日には、外国資本を国有企業の再編に活用するための規定も公布した<sup>4</sup>。また、約一ヶ月前の9月28日には、CSRCから上場企業のM&Aに関する規定<sup>5</sup>が公布され、これも12月1日から施行された。

これらの一連の改革が発表されたのは、中国指導部の世代交代が行われた第十六回共産党大会の直前というタイミングであり、旧指導部下で解決できなかった株式市場と国有企業の問題を、新指導部が変わった後も優先順位の高い問題として取り扱っていくという強い意志と、その方法として、今後も、積極的に外資を活用する対外開放政策を継続させることを内外に訴えたものといえよう。

中国では、上場企業の発行済み株式数の6割以上が非流通株で占められており、その存在自体が常に市場に圧迫要因として働いてきた。実際、2001年6月に政府が国有株を売却して、社会保障基金を拡充する規定<sup>6</sup>を発表したのをきっかけに、株式市場は大幅に下落し、

<sup>1</sup> 適格外国機関投資家による国内証券投資の管理に関する暫定辦法。

<sup>2</sup> 中国では市場で取引できない非流通株として、国が保有する国有株、政府関連企業等が保有する法人株などが存在する。

<sup>3</sup> 外資による上場企業の国有株及び法人株の取得に関する通知。CSRC、財政部、国家経済貿易委員会（SETC）の連名。

<sup>4</sup> 国有企業再編への外資の利用に関する暫定規定。SETC、財政部、国家工商行政管理総局、国家外国為替管理局の連名。2003年1月1日より施行。

<sup>5</sup> 上場企業のM&Aに関する管理辦法。中国証券監督管理委員会。

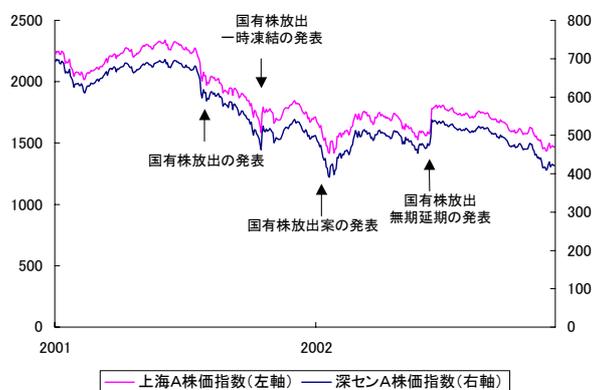
<sup>6</sup> 国有株の売却と社会保障資金の拡充に関する國務院の管理暫定辦法。

その後、政府は一旦放出を凍結したものの、新たな方針が発表されるたびに市場が大きく動揺してきた。今年の6月には政府は前規定の国内上場企業への適用を撤回した。

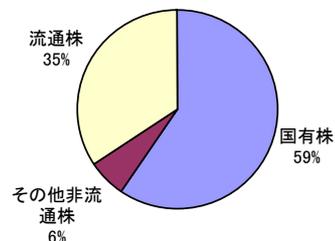
また、CSRCによる上場企業の監督強化により、様々な不正取引や不正会計が露呈し、上場企業のコーポレート・ガバナンスや経営体制が問題となっている。

今回の一連の規定は、外資を活用することで国内資金のフローへの影響を極力押さえながら非流通株の問題を徐々に解決すると同時に、外資の資本参加による国有企業の経営改善を狙ったものといえよう。

図表1 中国A株指数の動向



図表2 上場企業の株式構成 (2002年10月末)



(出所) 上海、深圳各証券取引所、中国証券監督管理委員会

## 2. QFII 制度の仕組み

### 1) 投資対象

当初の暫定辦法 (注 1 参照) では、適格外国機関投資家に解禁される投資の対象は、①国内投資家向け株式 (B 株を除く)、②上場国債、③上場転換社債、④上場普通企業債、⑤その他 CSRC が認可するものとなっていたが、上海、深圳両取引所から出された実施細則では、国債の現先取引<sup>7</sup>と企業債 (③と④) が技術的な要因を理由として除外されている。

### 2) 認可対象機関

<sup>7</sup> 中国では国債の上場取引の約 8 割が現先取引。上海証券取引所における 2002 年 (12 月 6 日までの累計) の上場国債の全体の取引金額は 2.4 兆元 (1 元=約 15 円)。

今回施行された制度では、海外の投資信託運用会社、保険会社、証券会社、商業銀行が CSRC から中国における投資認可を受け、国家外国為替管理局から割り当てられた投資額の範囲内で投資が可能となる。認可にあたっては①投資機関の財務の健全性や管理体制、②自国における営業の状況（遡って 3 年以内に業務上のペナルティを受けていないかなど）、③自国の証券監督機関が CSRC との間で証券監督の協力に関する覚書（MOU）を交わしているか、などが条件となっているが、投資機関の種類ごとに以下のような入り口基準も設定されている。これらの基準は、小規模でかつ投機的な投資家を排除することを目的としたと考えられる。

投資信託：5 年以上の営業年数、直近の会計年度において運用資産 100 億ドル以上

保険会社：30 年以上の営業年数、自己資本 10 億ドル以上、直近の会計年度において証券運用資産 100 億ドル以上

証券会社：30 年以上の営業年数、自己資本 10 億ドル以上、直近の会計年度において証券運用資産 100 億ドル以上

商業銀行：直近の会計年度において資産規模で世界上位 100 位以内、証券運用資産 10 億ドル以上

### 3) 投資限度額

11 月 29 日に公布された詳細規定<sup>8</sup>において、一機関の投資限度額は最低 5,000 万ドルから最高 8 億ドルと規定された。また、辦法の 20 条では、株式について、一機関による一企業に対する発行済み株式の 10%を超えた取得、さらに、適格外国機関投資家全体で 20%超えた取得は認められないと規定しており、少数の投資家の動向によって市場が影響を受けることがないように配慮されている。

### 4) 投資期間及び資本回収

クローズド・エンド形式のファンドは投資期間 3 年以降、海外への資金送還が認められる。この場合、一度に送金できるのは元本の 20%以内でかつ送金の間隔を 1 ヶ月以上あけることが求められている。

一方、クローズド・エンド形式以外の場合は、投資期間 1 年以降の海外送金が認められ、一度の送金はクローズド・エンド形式と同様で元本の 20%まで、また、送金の間隔は 3 ヶ月以上あけなければならないとなっている。

### 5) カストディアンと利用証券会社

<sup>8</sup> 適格外国機関投資家による国内証券投資の管理に関する暫定規定。

適格外国機関投資家は、投資資産の管理に利用するカストディアン及び証券売買に利用する証券会社をそれぞれ一社に限定しなければならない。指定できる証券会社は、中国国内の証券売買業務を行える国内証券会社に限定されている。

外国銀行を含む銀行が適格外国機関投資家のカストディアンとなるためには、CSRC、中国人民銀行、国家外国為替管理局から認可を受けなければならない。その認可基準では、申請時点における銀行の払込資本は 80 億人民元以上で、過去 3 年間、外国為替業務で重大な違反を起こしてはならないとされる。外国銀行（支店）の場合、3 年以上の中国での外国為替業務の実績が必要となる。また、カストディアンは、この他に、カストディ業務の体制やコンピュータ・システムの対応状況なども審査される。これを受けて、国内銀行の中国工商銀行、中国銀行、交通銀行、中国建設銀行が認可を取得し、外資系銀行ではシティバンク、HSBC、スタンダード・アンド・チャータード銀行に認可が与えられる予定である<sup>9</sup>。

### 3. QFII 制度の影響と問題点

以上が今回導入された QFII 制度の概要である。中国政府は、資本市場の開放を積極的に進めた近隣アジア諸国で 97 年に急激な資本移動による深刻な危機（アジア危機）が生じたこともあり、資本市場の開放には慎重な姿勢をとってきた。今回の QFII 制度の導入は、外資の流入による国内資本市場へのインパクトをコントロール可能な範囲に抑える一方で、外資を導入することで、遅々として進展しない国内株式市場と国有企業の改革に弾みをつけることを企図したものであるといえる。これらは全て中国政府の側に立った議論である。

一方、投資家の側では今回の制度に対して、その効果や実用性について様々な声があがっている。一つは、適格対象となる機関の条件に関するものである。中国では、過去、香港やタックス・ヘイブンに設立した海外企業を利用した上場企業による不正な取引が横行したため、今回、営業年数や資産規模など適格機関投資家の条件を厳しく設定した。しかしながら、これによって、本来ならば、エマージング・マーケットへのリスク・キャピタルの供給で重要な役割を担っている小規模なカンントリー・ファンド運用業者や年金資金なども排除されてしまった。

また、投資家やカストディアンの行動がどの程度中国政府にコントロールされるのかが不透明な点も指摘されている。投資家やカストディアンは、今回の暫定辦法では、投資活動に際して詳細なレポートが求められる一方で、自国における資本の増減や法令遵守状況に関するレポートを求めている。

さらに、一企業に対する適格機関投資家の株式取得限度が発行済み株式の 10%（合計で

<sup>9</sup> 人民網、2003 年 1 月 14 日付。

20%まで) であることから、適格機関投資家の投資は、上場企業の中でも比較的大企業への投資が中心となることが考えられるが、こうした大企業のいくつかは、既に香港やニューヨーク、シンガポールに株式を上場しており、既に海外で投資できる状況にあるのが現状である。下表は香港市場と国内市場の両方に株式(それぞれ、H株、A株)を上場している企業のPERを比較したものであるが、異常値を除いたベースでもその水準には三倍の開きが観測される。両市場は完全に分断された市場であり、単純にその株価水準を比較することは出来ないが、株価の違いが投資家による中国企業への評価の違いを反映しているとするならば、国内の株価は外国人投資家にとって明らかに割高であるといえよう。

このような点と、時価総額約5,000億ドル(流通株で約1,600億ドル)に対して一社当たり最大でも8億ドルという投資限度額や、大手金融機関に投資家を限定した基準やその他の規制の存在により実際に参入する投資家が限られるのではないかということから、今回のQFII制度がマネー・フローの観点で中国証券市場に与える影響はそれほど大きくないと思われる。

今回のQFII制度の導入では、政府は外資導入による上場企業の経営の改善も期待しているようである。投資の窓口を海外に開いたこと自体は中国の資本市場の国際化にとっては大きな一歩ではあるが、中国の資本市場をより発展させるためには、投資魅力のある上場企業を増やすことや、国有株式の処理といった根本的な問題を解決していくことが今後とも求められよう。

図表3 H株 A株重複上場企業のPER

	H株PER	A株PER
A社	9.4	23.9
B社	8.2	35.0
C社	10.9	18.3
D社	16.5	50.7
E社	9.8	46.2
F社	3.6	33.1
G社	7.1	41.7
H社	7.6	40.3
I社	9.7	30.3
J社	9.6	23.0
K社	27.5	96.6
L社	25.9	48.2
M社	14.5	73.7
N社	50.8	78.2
平均値	15.06	45.66
O社	54.1	427.0
P社	26.6	101.6
Q社	10.2	183.2
R社	73.7	336.4
S社	49.5	1004.8
全平均	22.4	141.7

(注) 2002年12月6日時点のPER。

(出所) 香港、上海、深圳各証券取引所

(井上 武)