

アジアにおける多国籍金融サービス機関

磯谷 玲

要 旨

本稿では1990年代後半以降のアジア地域における多国籍金融サービス機関の展開を銀行と証券に限定して分析した。

銀行業においてはラテンアメリカや中東欧との比較を通じてアジア地域における展開の特徴を明らかにした。アジア地域への直接投資は、この2地域と比較すると相対的に小規模である。この要因としては、他地域と比較した場合の、規制の強さ、危機の深刻度の相違があげられる。他方外国銀行による国内向け貸付（local claims）の大きさは他2地域と比較して大きい。この要因としては、従来の貸付残高の大きさ、国内資金需要の強さ等があげられる。

証券分野においては、香港市場をとりあげ、現在の香港市場が発行体としては中国企業のパフォーマンスに依拠し、投資家としては海外部門に依拠していることを分析した。中国企業の資金調達資金の流れからみれば、迂回的である理由は、同国における外国金融機関への規制に原因がある。しかし、現在中国はこの面での規制緩和を進めている。これに伴い外国金融機関が様々な形態で中国への進出を進めている。

目 次

- | | |
|---------------------------------|-----------------------|
| はじめに | 2. 対外進出を規定した要因 |
| I. アジアにおける多国籍金融サービス機関の展開 | 3. アジアでの活動実態 |
| 1. 銀行 | 4. 国際銀行業の性格変化 |
| 2. 証券会社 | III. アジアにおける証券市場と外国資本 |
| 3. プライベート・バンキング | 1. 香港市場と外国資本 |
| II. アジアにおける多国籍銀行の展開—他地域との比較を通じて | 2. 中国金融・資本市場と外資参入 |
| 1. アジアへの進出実態 | 参考文献 |

はじめに

金融業の多国籍化の歴史は古いが、近年いくつかの新しい潮流が着目されている。一つは、「金融セクターにおける直接投資」、特にエマージング・マーケット向けの直接投資の拡大である。また国際銀行業におけるローカル向け融資の拡大も1990年以降顕著な流れとなっている。これらの現象は、特にアルゼンチン危機（2002年）以降、企業の多国籍化とは独立して収益追求を図っているという評価にもつながっている。もう一つは、「総合金融サービス業」への流れである。1990年代以降「エマージング・マーケット」の出現や、各国における制度改正などによって、銀行、証券、保険にまたがった総合的な金融サービスの提供が可能となった。こうした変化を受けて金融機関の進出形態も複合的なものとなっている。

本稿の目的は以上のような点をふまえ、東・東南アジアを中心に、アジアにおける多国籍金融サービス機関の展開について、銀行と証券とに限定して現状やその特徴を明らかにすることにある。

I. アジアにおける多国籍金融サービス機関の展開

1. 銀行

東・東南アジア各国への外国銀行の進出状況は図表1に示すとおりである。みられるように進出銀行数では香港とシンガポールが断然に多い。これは香港・シンガポールがアジアにおける金融センターの地位を獲得しており、集積利

図表1 銀行の進出状況

	銀行数（国内）	銀行数（海外）
香港	26	107
インドネシア	128	10
中国	110	184（注1）
フィリピン	23	19
韓国	18	40
シンガポール	5	110
台湾	47	36
タイ	13	18

（注）1）海外分は金融機関計。

〔出所〕Price Waterhouse Coopers, *Asia Banking & Capital Markets Handbook 2003*.

益があるためと考えられる。

しかしこれ以外の地域においても外資系金融機関の進出は1990年代以降活発化している。

Coppel and Davies [2003]はこの間の香港・シンガポール以外の東・東南アジア地域における外国銀行の進出について以下の様に述べている。

- (1) 1997年のアジア通貨危機後、韓国、マレーシア、フィリピン、タイでは急速に金融部門の対アジア直接投資は回復した。韓国は、アジア通貨危機以前の時期と比して金融部門への直接投資額は3倍となり、またフィリピンは全体からみると低調だが、金融部門は直接投資額の約半分を占めている。
- (2) これらの国々に直接投資を行っている国は一部に集中しており、1999年から2001年にかけての3年間に行われた直接投資の約85%がアメリカ、ヨーロッパによるものである。アメリカは韓国、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンの5ヶ国に対し、直接投資全体では25.6%、金融部門では34.9%を占めている。ヨーロッパは直接投資全体では30.9%、金融部門では52.2%を占めている。日本

は従前は高い比率を占めてきたが、この3年間についてみる限りでは、直接投資全体で4.1%、金融部門ではマイナス20.6%となっている。

(3) 金融部門における直接投資の重要な形態は既存金融機関の買収・合併である。1990年から2002年における合併・買収の件数は上記5ヶ国全体で、1,124件、そのうちクロス・ボーダーの取引が占める割合は17.4%だった。最もクロス・ボーダーの比率が高いのはフィリピンで41.6%、最も低いのはマレーシアで7.3%であった。金額ベースでは、全体で284億米ドル、クロス・ボーダーの取引が占める割合は22.8%であった。最もクロス・ボーダーの比率が高いのはタイで64.9%、最も低いのはマレーシアで8.4%だった。件数では比率の高かったフィリピンは10.8%である。

(4) 上記5ヶ国に対する直接投資をストックベースでみた場合、この10年間で急増している。韓国は1990年代には最も低い水準であったが急速に拡大し、2001年には55億米ドル、GDP比1.25%に達している。タイやフィリピンも同様に拡大し、各々GDP比2%、3.25%に達している。

(5) 経営権という点ではアジアは外資によって経営権を保有されている銀行の割合は少ない。1999年に韓国、マレーシア、タイの3ヶ国で、外資が50%以上の株式を保有している銀行の資産は全体の6%にすぎなかった。これはラテンアメリカの3分の1、東欧の3分の2という水準と比較すると非常に低いものである¹⁾。

ところで近年の国際銀行業における特徴の一つは国内向け貸付の増加である。アジアは他の

2地域、すなわちラテンアメリカ、中東欧と比較して顕著である（この点については後述する）。アジアにおける国際債権（international claims）は1995年7,300億ドルであったが、4,710億ドル（2000年）、4,220億ドル（2003年）と低下している。これに対して国内債権（local claims）は1995年の1,600億ドルから、3,080億ドル（2000年）、3,600億ドル（2003年）と増加した²⁾。

この点を国別にみておこう。1995年に最大の国際債権を有していたのは、香港（2,410億ドル）であり、次いでシンガポール（1,920億ドル）であった。他の国はいずれも小規模で3位の韓国が780億ドルであった。

2003年には香港が880億ドルと2位になり、シンガポールが910億ドルで最大となった。アジア全体の国際債権における香港・シンガポールの比重は1995年の59.3%から2003年には42.4%へと縮小した。

他方1995年に最大の国内向け債権を有していたのは香港（960億ドル）で、シンガポール（320億ドル）がそれに続いていた。2003年には香港が1,670億ドル、シンガポールが460億ドルとなった。アジア全体の国内向け債権における香港・シンガポールの比重は1995年から2003年にかけて、38.3%から59.1%へと拡大した³⁾。

国内向け貸付増大の要因は現地所在銀行の買収・合併に伴う現地向け債権の集積、証券関連の取引の増大などであるが、アジアにおいてはリテール業務分野での変化も指摘されている。アジア地域では、Citigroup、HSBC、スタンダード・チャータード等の多国籍銀行は1世紀以上も前から進出しているが、リテール業務では基本的に富裕層を対象にしたニッチが主たる

領域だった。これはリテール業務において規制当局による制限が多かったためでもあるが、現在多国籍銀行は相対的な低所得層にむけたサブプライム・コンシューマー・ファイナンス (subprime consumer finance) に積極的に進出しようとしている。サブプライム・コンシューマー・ファイナンスはリスクも大きい、二桁の利子率のため収益も大きい。最も積極的なのは Citifinance (Citigroup) である。4年前までは、日本以外の地域では Citifinance はフィリピンとインドに小さな子会社を保有しているだけだった。その後3年間に香港、インドネシア、韓国、タイに支店を開設し、急速に事業を拡大した⁴⁾。

2. 証券会社

証券会社・投資銀行のアジアへの進出状況については包括的な統計資料が存在せず全体的な動向が把握しにくい、ここでは香港とシンガポールの各証券取引所への参加状況をみることによって進出動向を把握したい。

シンガポール証券取引所 (SGX) のメンバーは、比較的少数であるが ABN・AMRO, BNP Paribas, Citigroup, Daiwa (SMBC), J.P. Morgan, Nomura, Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS 等先進国の主要な証券会社・投資銀行が名を連ねている。

これに対し香港証券取引所 (HKEx) の参加者数は、520にのぼり⁵⁾かなりの大きさである。

主な外資系は ABN・AMRO, BNP Paribas, Citigroup, DLJ (Donaldson, Lufkin & Jenrette), J.P. Morgan, Merrill Lynch, Nomura, Morgan Stanley, UBS 等でシンガポール証券取引所のそれと類似している。

また香港とシンガポールはアセット・マネジ

メントのアジアにおける拠点としても有力である。アセット・マネジメントの分野にも多くの外資系金融機関が進出している。同一の金融機関、あるいは同一の金融グループ内のアセット・マネジメント、取引所参加者 (Stock Exchange Participants and Holders of Stock Exchange Trading Rights), 商業銀行がいわば実質的にはワンセットで進出しているのである。

3. プライベート・バンキング

富裕層を対象としたプライベート・バンキングは、元来多国籍銀行が海外での主要な業務の一つとしてきた分野であるが、近年貸付で大きな収益を上げることが難しくなってきたことや証券関連分野の成長によって、ますますプライベート・バンキングの重要性を増加させつつある。

特にアジア地域はその急速な経済成長と共に重要性を高めている。

顧客側からプライベート・バンキングが要請される理由については次のような指摘がある⁶⁾。まず、ソブリン・リスクの存在である。いくつかの国ではソブリン・リスクは非常に大きく、自らの財産が保全できるか否か大きな懸念が存在することである。第2に、アジア各国においては資本市場が未成熟で巨額の資金を吸収できないことである。そして第3に、グローバルなレベルでの人口移動がある。この人口移動はインド人と中国人に顕著にみられるとされている。

アジア地域におけるここ数年の傾向は、「オフショアからの回帰 (Repatriation)」である。こうした経営戦略には反対する意見も存在するが、多くのプライベート・バンクがオン

ショアでの成功が鍵だと考えている。

「オンショアの富はオフショアのそれよりも急速に拡大する (UBS)」。 「香港とシンガポールにおいて我々はオンショア、オフショア双方の銀行業を営んでいる (DBS)」。 「我々は、タイ、インドネシア、フィリピンでオンショア、オフショア双方の銀行サービスを提供する予定である (SG)」⁷⁾。

Euromoney 誌でのランキングで評価の高い金融機関は UBS, Citigroup, J.P. Morgan, Goldman Sachs, HSBC, Morgan Stanley 等であり、これらはその多くが証券業務における競争力も保持している金融機関である。また前述の証券取引所のメンバーともなっている。アジアに限定されるものではないが、国際的な潮流として、富裕層しかもその上位を顧客として保持することはきわめて重要な経営課題となっており、そのためにプライベート・バンキングとインベストメント・バンキングを効率的に連携させることが必要となっている⁸⁾。アジア地域への進出も複合的な進出を果たしている多国籍金融機関が競争力を保持しているのである。

II. アジアにおける多国籍銀行の展開—他地域との比較を通じて

1. アジアへの進出実態

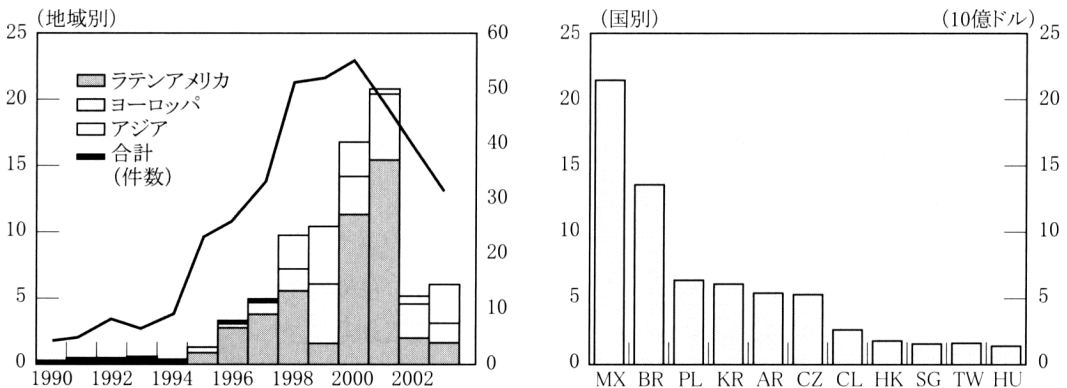
金融部門のエマージング・マーケットへの進出は1990年代末に拡大した (図表2)。

1990年から96年にかけての直接投資額は約60億ドルであったが、97年から2000年にかけては約500億ドルへと拡大した。こうした急増によって途上国の金融機関をターゲットとした M&A が直接投資全体に占める比率は90年から96年の期間では18%であったが、97年から2000年にかけての期間には約30%へと上昇した。

1990年代以降、エマージング・マーケットの中で最も投資が為されたのはラテン・アメリカである。銀行関連の M&A は1990年から2003年の間に460億ドルにのぼり、クロス・ボーダー M&A の56%を占めた。

ついで大きな地域は中東欧である。銀行の民営化ならびに EU 加盟が視野に入ってきた1990

図表2 エマージング・マーケットにおける銀行合併・買収



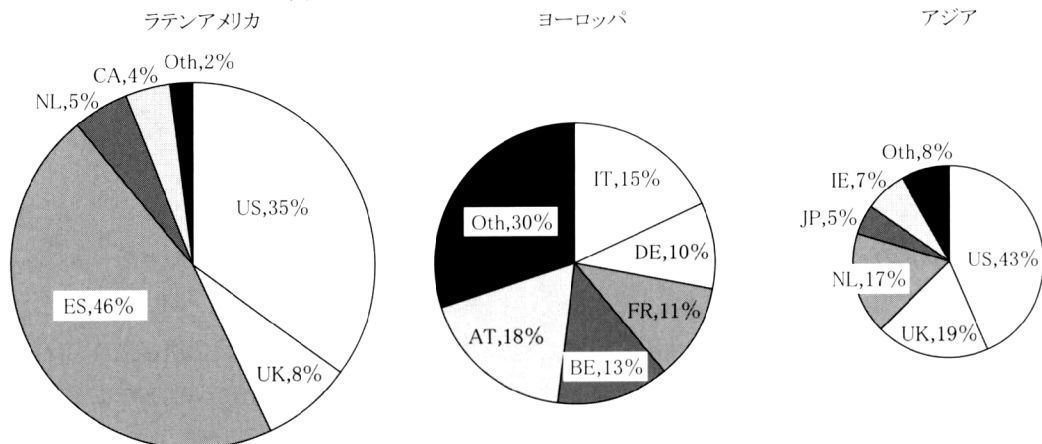
(注1) MX=メキシコ, BR=ブラジル, PL=ポーランド, KR=韓国, AR=アルゼンチン

CZ=チェコ, CL=チリ, HK=香港, SG=シンガポール, TW=台湾, HU=ハンガリー

(注2) 国別の数値は、1990年から2003年にかけての累計である。地域別のグラフの左目盛は金額 (10億ドル)、右目盛は件数を示す。

〔出所〕 BIS [2004], p. 4.

図表3 金融セクター向け直接投資 (出資国比率)



(注1) 数値は1990年から2003年にかけての合計である。

(注2) AT=オーストリア, BE=ベルギー, CA=カナダ, DE=ドイツ, ES=スペイン, FR=フランス,

IE=アイルランド, IT=イタリア, JP=日本, NL=オランダ, UK=イギリス, US=アメリカ, Oth=その他

[出所] BIS [2004], p. 5.

年代半ば以降拡大し、約200億ドル、クロス・ボーダー M&A の24%を占めている。

これら両地域と比して、アジア地域（東アジア）への直接投資は相対的に小さい。日本を除く各国への投資は140億ドルで、クロスボーダー M&A の17%というのが1990年から2003年にかけての実態である。

これらの地域への投資と出資国の関係を示したのが、図表3である。ラテンアメリカへの最大の投資国はスペインの46%であり、ついでアメリカが35%を占める。中東欧への進出は、オーストリアおよびイタリアの各18%を筆頭に、ベルギー・13%、フランス・11%、デンマーク・10%、とヨーロッパ各国によって占められている。ここからみても EU 加盟あるいは EU の拡大という事情が大きく影響を与えていることがわかる。アジアへの進出はアメリカが43%と大きく、以下イギリス19%、オランダ17%となっている⁹⁾。

2. 対外進出を規定した要因

一般的な要因は、1980年代以降多くの途上国で実施された金融自由化や市場改革である。歴史的に規制の強かった市場では、多くの新しい金融商品を導入する余地が存在し、また収益性も高い。

金融危機の与えた影響も大きい。途上国政府の金融危機に対する一般的な対応は、——もちろん支援国際機関によって奨励される側面があることを忘れてはならないが——金融自由化の推進と外国の投資資金の助力も得ての銀行資本の強化である。

ラテンアメリカ地域は、メキシコ、ブラジル、アルゼンチンと相次いで金融危機に見舞われており、危機の存在と政府の対応が外国資本の流入を促進してきたのである。その結果1990年には、ラテンアメリカ6ヶ国（アルゼンチン、ブラジル、チリ、メキシコ、ペルー、ベネズエラ）における銀行の所有構造は平均で国内93%、海外7%というものであったのが、2002

年の段階では平均で46.5%を海外が保有するようになった。

最大のメキシコでは82%が外国人所有であり、ブラジルの27%が最低である。

中東欧の場合も、「金融危機」という形ではないが外資に依存するという点では同じことがいえる。社会主義政権の崩壊後、多くの国で銀行の「民営化」が行われたが、満足する結果を得られなかった場合は、政府は銀行の資本強化のために外国資本に依存した。また財政問題がある中で、より堅固な銀行システムをつくるために、外国資本による所有制限を緩和することも行われた。中東欧においても1990年における外国人保有比率は平均で約4.8%であったものが、平均66.7%へと急激に増大した。中東欧における外国人保有比率で最高の国はエストニアで99%、最低はロシアで9%だった。

アジア地域も他の地域と同様に金融危機に見舞われた。危機に直面した国では他の地域と同様外国資本の参加が増加することになった。金融危機とそれへの対応だけが原因ではないが、アジアにおける所有構造は、香港・シンガポールを除いた場合、外国人保有比率は1990年には平均で4.5%、2002年には14.1%へと上昇した。

しかし他地域と異なる点は財政事情が相対的に健全であったことである。そのため銀行資本強化のための外国資本依存を回避することが可能となったのである。国によっては、所有制限が変化していないところ、すなわち外国資本による銀行所有・管理に対する制限が緩和されていないところも存在する。このような事情からアジア地域においては金融部門の直接投資はこの期間においては他地域と比して相対的に拡大しなかったものと考えられる¹⁰⁾。

3. アジアでの活動実態

ここ10年余の金融部門での直接投資という点ではアジア地域はラテンアメリカや中東欧に比して大きくないものの、銀行活動それ自体に着目してみると他の地域よりも活発であるといえる。以下アジアやラテンアメリカ・中東欧地域における貸付債権を比較することによってこの点を明らかにしたい。

アジアにおける国際債権 (international claims) は1995年7,300億ドルであったが、4,710億ドル (2000年)、4,220億ドル (2003年) と低下している。これに対して国内債権 (local claims) は1995年の1,600億ドルから、3,080億ドル (2000年)、3,600億ドル (2003年) と増加した¹¹⁾。

金額ベースでみた場合大きいのは香港、シンガポールであるが国際債権との対比でみるとアジア各国は相対的に国内債権の比重が高い。すなわち、香港、インド、マレーシア、台湾、タイはいずれも100%をこえている。

ラテンアメリカにおいては、国際債権は1995年から2000年にかけて一旦増加したが、2003年には1995年の水準 (1,950億ドル) に低下した。他方国内向け債権は380億ドル (1995年) から2,220億ドル (2000年)、2,430億ドル (2003年) と急速に拡大した。

しかしアジアの場合と異なり、国際債権との対比では国内債権が突出しているとはいえない。メキシコを除けばブラジル、チリが100%をこえているのみである。

中東欧においては、他地域とは異なり国際債権は760億ドル (1995年)、920億ドル (2000年)、1,190億ドル (2003年) と増加傾向にあった。国内債権は40億ドル (1995年)、520億ドル

(2000年), 930億ドル (2003年) と増加した。金額では国際債権の方が大きいものの, 95年と比較した伸び率では国内債権の方が上回っている (図表4)¹²⁾。

海外資本の所有する銀行が全銀行資産のなかで占める比率をみたものが図表5である。

アジア地域において保有資産比率が高いのは

香港とシンガポールである。香港は1990年には45.7%であったが2000年には87.2%, 2002年には88.6%へ上昇している。逆にシンガポールは1990年には89.4%であったが, 2000年には75.7%, 2002年には76%となり, 依然として高い水準ではあるものの, 相対的には比率は減少したのである。つまりアジア地域においては香港と

図表4 国際・国内債権の推移

(単位 10億米ドル, %)

	国 際			国 内			国内/国際			国内/国内銀行債権		
	1995	2000	2003	1995	2000	2003	1995	2000	2003	1995	2000	2003
アジア	730	471	422	160	308	360	22	65	85	8	10	8
中国	48	58	49	0	3	6	1	6	12	0	0	0
香港	241	110	88	96	165	167	40	150	190	48	66	72
インド	16	22	22	8	17	24	54	76	106	7	8	8
インドネシア	45	40	29	4	5	6	8	11	20	3	6	7
韓国	78	59	65	8	18	29	11	31	45	3	5	5
マレーシア	17	21	22	4	29	33	25	139	152	5	30	29
フィリピン	8	17	17	1	5	5	17	32	28	4	13	12
シンガポール	192	100	91	22	32	46	11	32	51	26	29	37
台湾	23	18	21	10	16	26	44	90	120	2	3	6
タイ	63	27	17	5	17	19	9	62	113	3	13	15
ラテンアメリカ	195	260	195	38	222	243	20	85	125	8	41	52
アルゼンチン	38	69	25	4	23	13	10	34	55	7	29	32
ブラジル	57	68	52	21	72	52	36	107	100	9	31	23
チリ	14	22	20	8	28	23	58	124	112	25	64	55
コロンビア	11	12	8	1	5	5	8	46	59	5	25	21
メキシコ	57	64	68	4	80	142	8	126	210	3	58	119
ペルー	6	13	11	1	3	3	10	24	27	7	22	21
ベネズエラ	12	13	12	0	10	6	3	76	48	2	66	77
中東欧	76	92	119	4	52	93	5	56	78	3	33	35
チェコ	8	11	16	2	15	32	31	135	206	6	53	80
ハンガリー	9	17	27	1	8	14	8	47	52	5	41	35
ポーランド	7	24	35	1	27	44	12	112	125	2	48	55
ロシア	52	40	41	0	1	2	0	2	6	0	2	2
その他	60	95	87	2	7	8	3	8	9	1	2	2

[出所] BIS Papers, No.23, p. 10.

シンガポールに資源が集中し、外国資本が株式の過半数を保有する銀行が全資産の相当割合を保有し、それ以外の国では全資産に占める比率は相対的に低いのである。

ラテンアメリカ地域においては、メキシコ(81.9%)を除くと40%台にアルゼンチン、チリ、30%台にペルー、ベネズエラがある。ブラジルとコロンビアは低い。アジアとは対照的に、全資産に占める比率は16.4%(コロンビア)から81.9%(メキシコ)と国毎にかなりかけ離れたものとなっており、また特定の国に集

中するというよりも地域全体に展開しているという特徴がある。さらに、1990年以降急速にこの比率が上昇したということも特徴と指摘できる。

中東欧は国による相違が大きいがチェコ、ハンガリーは高く、それぞれ85.8%、90.4%であり、ポーランドは67.4%、ロシアが極端に低く8.1%である。中東欧諸国はロシアを除けば外国資本が株式の過半数を保有する銀行が全資産に占める比率は高く、かつ地域全体に展開している。また1990年代以降急速に全資産に占める

図表5 海外所有と保有資産比率

	50%以上の銀行(注1)			10%以上50%未満の銀行(注2)		
	1990	2000	2002	1990	2000	2002
中国	—	—	—	—	—	—
香港	45.7	87.2	88.6	3.7	7.2	6.2
インド	21	42	40	—	4	5
インドネシア	—	—	—	—	—	—
韓国	—	32.7	32.3	—	7.5	14.4
マレーシア	22.3	24.9	25.2	34.1	30.5	38.7
フィリピン	—	—	—	—	—	—
シンガポール	89.4	75.7	76	—	—	—
タイ	—	5.9	5.8	—	45.8	48.6
アルゼンチン	17	48.1	41.6	—	13.4	12.7
ブラジル	—	25.2	21.5	—	7	6.2
チリ	18.6	33.1	44.8	5.5	16.5	3
コロンビア	3.7	18	16.4	6.6	13.7	13.6
メキシコ	0.3	54.6	81.9	—	0.3	0.6
ペルー	0	32.6	30.4	10.5	9.2	14.4
ベネズエラ	—	49.7	37.4	—	7.7	0.8
チェコ	26.4	65.4	85.8	63.7	22.1	8.3
ハンガリー	11.4	69.9	90.4	8.2	23.8	—
ポーランド	0.02	69.5	67.4	0.02	1.4	2.1
ロシア	7.2	9.5	8.1	5.5	3.1	2.3

(注) 1) 海外資本が50%以上を保有している銀行

2) 海外資本が10%以上50%未満を保有している銀行

〔出所〕 *BIS Papers, No.23, p. 14.*

比率が上昇している点もラテンアメリカと共通した特徴である。

4. 国際銀行業の性格変化

こうした変化は、国際的な銀行業の性格が変化してきたことの一つの現れである。

80年代以降の国際銀行業にみられる特徴は、市場統合の進展である。エマージング・マーケットという形での途上国の市場開放や先進国での金融自由化の進展によって世界の金融・資本市場は連動性を強めることとなった

第2の特徴は、対外貸付 (cross-border lending) から国内での貸付へと多国籍銀行の活動の戦略的焦点が移行したことである。国内での貸付が増大した要因として、ひとつには1990年代初頭以降活発に行われたM&A、それもクロス・ボーダー M&Aによって国内の銀行が吸収されたことがあげられる。国内銀行が多国籍銀行に合併・吸収されることによって、国内銀行がもつ債権が積み上がったのである。1995年から2002年の間に国内向け債権は約4倍に拡大し、5,440億ドル(換算額)となった。またエマージング・マーケットで外国銀行が持つ債権の比率も1995年の14%から2002年には40%まで上昇した。

すでにみたようにクロス・ボーダー M&Aが最も活発だった地域はラテンアメリカ、中東欧であったから、これらの地域でより多く増加することとなった。アジアにおいても、クロス・ボーダー M&Aは、この2地域ほどではないにしても国内向け債権が増加する要因の一つであった。

国内貸付が増大するもう一つの要因は、多国籍銀行による利子収入から手数料収入への収益基盤の戦略的移行である。欧米の銀行は現在グ

ローバル・レベニューの約40%を、マーケット・メーカー、債券・株式の引受、アセット・マネジメントといった非利子収入によってえている。現地証券市場での取引あるいは証券を組み込んだ取引は現地通貨ベースでの取引となるため、結果として国内向けの資産・負債が増加する傾向を助長するのである¹³⁾。

Ⅲ. アジアにおける証券市場と外国資本

金融サービス業と他業態との違いの一つは、集積すること(あるいは集積のメリット)であり、金融センターが形成されることである。この点は証券取引において特に顕著であると考えられる。アジア地域において金融センターとして機能しているのはシンガポールと香港であるが、ここでは香港についてとりあげることにし、また金融センターとしての特徴を全般的にとりあげるのではなく、外国金融機関に関わるいくつかの側面に限定して考察したい。

1. 香港市場と外国資本

ここではまず香港証券市場の投資先としての側面をみることにしたい。

以下香港証券取引所(HKEx)の調査によって現物市場(Cash Market)について概観しておくこととする。

2002年から2003年の期間において国内の投資家が占める比率は、出来高全体の57%であり、この水準は前回調査の58%と大きな変化はない。またこのうちリテールが占める比率は34%であり、これは2002年からは4ポイント増加している。

海外投資家は、36%を占めているが、この4

年間36%と40%の間で変動しており、この傾向に変化はないものと考えられる。また、90年代は約30%で推移していたことと比較すると海外投資家のプレゼンスは上昇していると判断できる。海外投資家を国・地域別にみると、最も多いのは英国(28%)で、ついで米国(25%)、ヨーロッパ(24%)となる。アジア地域は全体の20%を占めているが、最も多いのはシンガポール(8%)であり、ついで中国(Mainland)であった。ここで注目しておきたいことは、中国の位置である。海外投資家の中では低い比率であるものの、1998/99年の調査では1%であったことと比較すると、急速に成長していることがわかる。

国内投資家取引の約半分(47%)は小規模のブローカーを通じて執行されるが、海外投資家は主に大規模のブローカー(43%)ないしは中規模のブローカー(40%)を利用している。この点をさらに国・地域別にみると、こうである。英国は大規模ブローカー(46%)、中規模ブローカー(43%)を通じて取引し、残りのヨーロッパ各国は主に中規模ブローカー(57%)をつうじて取引し、米国は主に大規模ブローカー(53%)を通じて取引している。日本、中国(Mainland)、台湾各国における投資家は主に小規模のブローカー(各々60%前後)を通じて取引を行っている¹⁴⁾。

こうした大規模ブローカーはほとんどが、外国金融機関であり、投資家等だけでなく、仲介機関の分野においても外国勢の浸透がみてとれる。

次に香港の資金調達市場としての側面をIPOを中心にみていくことにしたい¹⁵⁾。

1997年から2002年の期間において、IPO(Initial Public Offering)は香港証券取引所

での資金調達の内、約30%を占めていた。この期間に行われたIPOは累計で447件、単年度での最多は2002年の112件、最少は1998年の29件である。金額ベースでは累計で3,133億香港ドル、単年度での最大は2000年の1,320億香港ドル、最小は1998年の640億香港ドルであった。また447件の内公募は431件であった。この431件のなかには香港市場に加え、国際的にも分売されたものが含まれている。金額ベースでいえば、3,133億香港ドルの37.2%にあたる1,166億香港ドルが香港市場により、残りの62.8%、1,967億香港ドルが香港市場を通じて世界各国から調達されたものである。この431件をさらに規模別に区分すると次のようになる。すなわち、390件は香港市場のみで販売されたもので、計888億香港ドルであった。41件は香港市場に加え国際的には売却されたもので、計2,245億香港ドルであった。この41件の内、24件は10億香港ドル以上でさらに内8件は100億香港ドル以上のものであった。残りの17件は、10億香港ドル以下であった。これに対し、香港市場のみで売却された390件の内、10億香港ドルをこえるものは17件、100億ドルをこえるものはなかった。また残りの373件は10億香港ドル未満であった。

国別という観点でみると、431件、3,133億香港ドルのIPOの内、73件、2,328億香港ドルは中国(Mainland)企業によるものであった。H株が50件、1,139億香港ドル、レッドチップが23件、1,189億香港ドルである。金額ベースでは全体の74.3%を占めているのである。

中国企業によるIPOは、1億香港ドル未満が13社、1億から10億未満が30社、10億から100億が23社、100億から250億が4社、250億以上が3社となっている。中国以外の企業による

図表6 香港・海外の株式上場比率

(単位 100万香港ドル, %)

銘柄	上場日	金額			比率	
		香港	海外	合計	香港	海外
China Unicom	2000/6/22	1,896	41,712	43,608	4.3	95.7
China Mobile	1997/10/23	2,944	29,721	32,665	9.0	91.0
Sinopec	2000/10/19	1,334	25,347	26,681	5.0	95.0
Petro China	2000/4/7	1,116	21,213	22,330	5.0	95.0
BOC Hong Kong	2002/7/25	6,496	14,020	20,516	31.7	68.3
China Telecom	2002/11/15	555	10,553	11,108	5.0	95.0
CNOOC	2001/2/28	489	10,558	11,047	4.4	95.6
MTR	2000/10/5	5,628	5,159	10,787	52.2	47.8
China South Air	1997/7/31	334	5,240	5,574	6.0	94.0
i-Cable Comm	1999/11/24	374	3,927	4,301	8.7	91.3

〔出所〕 Lee, Joseph and Chang, V., *IPO Activities in Hong Kong*, p. 7.

IPO では、1 億香港ドル未満が236社、1 億から10億未満が111社、10億から100億が10社、100億から250億が1社、250億以上はなかった。2002年末で76の中国企業が香港に上場しているが、このうち、60社は香港のみに上場している企業である。11社は香港とアメリカに上場している。2社は香港とイギリス、1社は香港、アメリカ、イギリスに上場している。またアメリカのみ、シンガポールのみに上場している企業も各1社ずつ存在している。

もう一つの特徴は、香港と国際市場とで同時にIPOが行われた場合、国際市場での売却が圧倒的に大きな割合を占めるということである。1997年から2002年にかけて香港市場で行われたIPOにおける金額ベースでの上位10社のうち、2000年10月5日に行われたMTR（地鉄会社）（香港；52.2%，国際市場；47.8%）および2002年7月25日に行われたBOC Hong Kong（中国銀行（香港））（香港；31.7%，国際市場；68.3%）を除くと、China Unicom（中国聯通）（2000年6月22日）95.7%，China Mobile（中国移动）（97年10月23日）91%，Sinopec（中国石油化工）（2000年10月19日）

95%等、いずれも90%をこえる割合を国際市場で売却・調達している（図表6）。またこれら10社の内7社はニュー・ヨーク証券取引所IPOを行っているが、いずれもADRの形をとっている。アメリカの投資家に売却するのであるから、アメリカ資本市場で競争力のある金融機関が有利であるし、実際にもUBS, Citigroup, J.P. Morgan, BNP Paribas等の多国籍銀行・金融機関が大きな役割を果たしている¹⁶⁾。

以上のことから香港市場は、発行体としては中国企業のプレゼンスに依拠し、資金調達能力としては国際市場に依拠することによっていえる。そしてその国際市場での調達比率の高さを考えるならば、香港は国際的な金融・資本市場のシステム——このシステムの中核を担うのは国際的に展開する金融サービス多国籍企業である——に組み込まれることによって、その機能を発揮しているのである。

2. 中国金融・資本市場と外資参入

香港への外国金融機関の進出あるいは香港の金融センターとしての機能、位置付けなどを考える場合、中国本土の金融機関の進出・展開に

ついて考察する必要がある。現在の香港市場は、アジア全域（多くの場合日本は別枠扱いとなっているが）をカバーする金融センターであるという性格はあるものの、中国本土の存在を抜きにして考えることはできないからである。このような点から中国本土への外国金融機関の進出について検討することにした。

すでにみたように、途上国における外国金融機関のプレゼンスが高まる条件は、金融危機、規制緩和、そして収益機会の存在である。中国はこのうち、二つまでは備えているといえる。

第1は金融危機（商業銀行の不良債権問題）である。現在のところ、激烈な形をとっていないため、メキシコ、ブラジル、アルゼンチン、あるいはアジア通貨危機といった従来の金融危機と同列視することはできないものの、金融安定化プロセスの中で外国資本が必要とされていることは明白である。

第2は収益機会の存在（広範な市場、富裕層の出現、等々）である。

たとえば、Peter Wuffli（UBSグループCEO）はUBSグループが戦略的に重視すべき地域としてアジアをあげ、そのなかで中国について次のように述べている。

「中国は明らかに重要な収益機会です。我々は、マーケットに対しても、また当局との議論においても最大限の貢献ができるよう努力しています。適格海外機関投資家（QFII）はその手段であり、我々は40%のシェアを持っています。

日本にあてはまることは中国にもあてはまりません。我々は参入する前に十分な分析を行いますが、一旦マーケットにコミットすれば簡単には撤退しません。これが他の業者とは異なる点であり、特にアジアでは認知されていると

思います¹⁷⁾。」

重点度の違いや進出分野・進出の形態は多様であるが、ここで語られている「大きな収益機会の存在」という認識は金融サービス多国籍企業の側に共通しているものと考えられる。

問題は、規制緩和に関するものである。

中国で設立された銀行と海外銀行との扱いを同等のものにするというWTO加盟に伴うコミットメントに基づき、順次参入規制が緩和されつつある。元の対外業務や対現地顧客向けの業務等は制限付きながらもすでに認められ、証券分野でも一定の参入規制緩和が実施されつつある。このような制度改革を現実的条件として金融サービス多国籍企業は中国への進出を進めている。とはいえ、制度改革や制度のあり方についての評価は分野によって様々であるし、また各金融機関がおかれた状況も様々である。

ここではさしあたり二つの問題についてみることにしたい。

ひとつは商業銀行業への海外資本による進出について、またもうひとつは証券分野とくに国内市場への海外資本による進出についてである。

まず銀行への出資について。中国における金融サービスは現状では銀行部門中心であり、なかでも4大国有商業銀行は銀行資産の80%以上を保有する存在である。大手金融サービス多国籍企業は、自社の支店・現地法人開設と共に4大国有商業銀行（Industrial and Commercial Bank of China（中国工商銀行）、Bank of China（中国銀行）、China Construction Bank（中国建設銀行）、Agricultural Bank of China（中国農業銀行））を中心とする商業銀行分野への投資・出資も積極的に進めている（図表7）。

図表7 海外投資を受けている中国の銀行

銀行名	投資機関	外国投資の比率
Bank of Shanghai	World Bank's International Finance Corp. (IFC)	7%
Bank of Shanghai	HSBC (UK)	8%
Nanjing City Commercial Bank	IFC	15%
Xi'an Commercial Bank	IFC, Bank of Nova Scotia (Canada)	各1%
Shenzen Development Bank	Newbridge Capital (US)	N.A.
Shanghai Pudong Development Bank	Citigroup	5%
China Construction Bank	Bank of America	9%

〔出所〕 The US China Business Council, msnbc (at <http://www.msnbc.msn.com/id/8253765>).

金融業特にリテール分野においては自前の進出や支店展開よりも、既存銀行の買収や出資を通じた方が、市場へ浸透する際にはそのスピードという点で有利であると考えられる。たとえば Citigroup は 2003 年に Shanghai Pudong Development Bank (上海浦東発展銀行) —— 中国全国で第 9 位の商業銀行で都市部に支店を展開——と、クレジット・カード分野での提携、SPDB の株式 5 % の取得等を合意した。Sanford Weill (当時のシティグループ・CEO) は中国が同グループにとって最重要地域であり、SPDB が中国全土にネットワークを築いていることを高く評価して、この提携が双方の利益となることを強調している¹⁸⁾。またバンク・オブ・アメリカ (Bank of America) は China Construction Bank (CCB) の株式の約 9 % に相当する部分を取得することに合意している。CCB は中国第 2 の商業銀行で 1 億 3,600 万のリテール預金口座をもち、経済発展の進んで地域を中心に 14,500 の支店網をもっている。またモーゲージ融資でも中国第 2 位の実績をもち、クレジット・カード分野等でも主要行の一つである。この提携は、「双方にとって長期的利益を生み出すことをねらったもの」であり、CCB の中国国内でのネットワークや情

報とバンク・オブ・アメリカの商品、技術並びに経験が結びつくことに大きな意義があるものととらえられている¹⁹⁾。

中国では急速な経済成長や富裕層の出現によって、クレジット・カードや消費者信用等の分野が急速に成長すると考えられている。さらに既存の中国系銀行にこれらの分野でのノウハウがなくとも、諸外国銀行が互いに進出競争をしている状況の中では、如何に早期に市場に浸透しシェアを確保するか、競争相手の外国系銀行に対してそのような有利な地歩を築けるかということが重要である。したがって、既存銀行との提携、特に中国国内でのネットワークを持つ銀行との提携が重要視されるのである。

しかし外国銀行の対中進出には大きな課題も残されている。Citigroup と SPDB のそもそもの協定では 2008 年までに 24.9% まで持株比率を上げることが可能であった。問題銀行が経済成長の阻害要因となるのではないかと懸念から、当局の対応に変化はなく外資や株式上場などを必要と考えている。しかしここに来て Citigroup 側は慎重な姿勢をみせているという。その理由は明らかにされていないが、競争の激化、20% までしか株式保有を認めない規制の存在、銀行に対する支配力・影響力を保持したい

地方政府の対応、などが指摘されている²⁰⁾。

次に証券分野での進出についてみる。

中国国内マーケットに参入する方法は、ひとつは中国系金融機関との合弁ファンド・マネジメント会社の設立、もうひとつは「適格海外機関投資家（以下 QFII）」として参入するという方法である。合弁ファンド・マネジメント会社は大手金融機関を中心にいくつか設立されている（図表 8）。

QFII は 2002 年 11 月に導入された制度である。この制度が導入される以前は外国投資家による投資・売買はいわゆる B 株にのみ限定されていた。この制度は A 株の取引を一定の要件を満たした外国の機関投資家に認めるものである。

2003 年 5 月に認められた UBS を皮切りに、Nomura, Morgan Stanley (Morgan Stanley & Co. International Limited), Citi (Citigroup Global Markets Limited), Goldman Sachs & Co. 等 12 社が 2003 年度中に認可され、さらに 2004 年 10 月までに 15 社が認可された。個々の機関投資家に対しては 5,000 万ドルから 8 億ドルまでの範囲で投資可能額が設定され、合計では 28 億ドル²¹⁾が認められている。投資先の企業を支配下におくことは認められておらず、各企業の全株式の 10% 以上を取得することはできない。また投資対象となる個々の企業毎に QFII の株式保有率が全株式の 20% をこえることも認められていない。譲渡等にも制限が有り、全体としてきわめて管理色の強いものとなっている。

図表 8 中国と外資系金融機関とのジョイント・ベンチャー

ジョイントベンチャー名	海外企業	所有比率(%)	主な提携中国企業	管理資産額(\$mn)
AIG Huatai Fund Management	AIG Global Investor	33	Huatai Securities	NA
BOC International Fund Management	Merrill Lynch Investment Management	16.5	BOC International China	NA
China Merchants Fund Management	JP Morgan Fleming Asset Management	33	Shanghai International Trust & Investment Company	202
China Merchants Fund Management	ING	30	China Merchant Securities	1,408
DB Harvest Fund Management	Deutsche Asset management	20	Harvest Fund Management	NA
Everbright Prumerica Fund Management	Prumerica Financial	33	Everbright Securities	307
Fortis Haitong Investment Management	Fortis Investment	33	Haitong Securities	1,809
Fortune SGAM Fund Management	Societe Generale	33	Fortune Trust & Investment	943
Franklin Templeton Sealand Fund Management	Franklin Templeton	33	Sealand Securites	NA
FSI Hantong Fund Management	First State Investment	30	Hantong Securities	NA
Fullgoal Fund Management	BMO Financial Group	16.67	Fujian ITIC, Haitong Securities, Huatai Securities, Shandong ITIC, Shenyin Wanguo Securities	1,000
Guotai Jun'an Allianz Fund Management	Allianz Guoup	33	Guotai Jun'an Securities	1,167
HSBC/Shanxi Trust	HSBC Investment	33	Shanxi Trust & Investment Corp.	NA
Invesco Great Wall Fund Management	Invesco	33	Great Wall Securities	427
SYWG BNP Paribas Fund Management	BNP Paribas Asset management	33	Shenyin Wanguo Securities	751
UBS SDIC	UBS	49	SDIC Hongtai Trust & Investment	386
Xiangcai Hefeng Fund Management	ABN Amro	33	Xiang Cai Securities	414

〔出所〕 *Euromoney*, June 2005, p. 162.

このような QFII 制度が導入された背景をみてみよう²²⁾。中国における株式保有構造は、国家所有の比率が非常に大きいことに特徴がある。2003年3月段階での所有比率は、国家所有が59%法人所有（企業、金融機関、財団等による所有）が5%、その他が1%、で合計65%が非流通株式である。残りの35%の株式が流通可能な株式であり、A株が26%、B株が3%、H株が6%となっている。このような保有構造は中国株式市場における中小企業株の比率の高さとあいまって短期的投機や価格操作に対する脆弱性を形成する要因ともなっていた。さらにまた中国企業が直面しているリストラクチャリングを進める上で国家所有の株式を市場消化することが課題となっている。株式の売却益は企業のバランスシートを改善する手段であると共に、ガバナンスの改善などの効果も期待されている。しかしこのことはいわゆる「民営化」ではない。中国政府は企業をコントロールすることに対して依然として強い意欲と関心を持っており、その意味では全面的な「民営化」ではなく部分的な変化にとどめたいと考えている。適格外国機関投資家制度の導入はこうした諸改革のための追加的な資金源として位置づけられている²³⁾。

いくつかの外国機関投資家は上述のような厳しい制限にもかかわらず積極的に参加している。たとえば UBS の担当者は次のように述べている。

「UBS は追加で認められた 4 億ドル分の割当をほとんど使ってしまいました。我々の顧客は新たに追加される割当が巨額であることを望んでいるので、現在当局に対してさらに 3 億ドルから 5 億ドルの割当が受けられるよう交渉中です²⁴⁾。」

最もこのように積極的な場合ばかりではなく、ほとんど投資実績のない場合もあるといわれている。

外国機関投資家が適格外国機関投資家に応募し、A株市場に参入するのは成長企業の株式を早期に取得できればより大きな利益が見込めるからであり、また初期に中国市場でのポジションを固めることが他の金融機関、特に外国金融機関との競争上重要であるからであり、さらに中国の WTO 加盟によって投資環境が改善されるという期待が存在するからである。

だが現状では、中国の「市場開放」の進行については不透明な要素も多い。中国の「市場経済化」は確かに急速な経済発展を導いたが、その反面沿海部と内陸部の経済格差が拡大したともいわれており、「市場開放」はこうした国内要因とのバランスの中で、つまり政治的力関係を反映して行われるものだからである。期待通りに改革が進行しなければ、投資した資源がパフォーマンスをあげられないことも考えられる。早期に進出することのメリットとリスクの相関の中で各金融機関の戦略は動いていると考えられる。

注

- 1) 以上の点については Coppel and Davies [2003], pp. 8-21.
- 2) “international claims” とは、非居住者銀行によるクロスボーダーの貸付と居住者でかつ本店が国外にある銀行による国内向け外貨建て貸付の合計をさす。
- 3) この点については Moreno and Villar [2005] を参照されたい。
- 4) Shameen [2005], p. 40.
- 5) 証券取引所における取引権保有者の数。
- 6) Leahy [2004a], p. 86.
- 7) Leahy [2004a], p. 87.
- 8) Brown [2004], p. 96.
- 9) BIS [2004], pp. 4-5.
- 10) BIS [2004], p. 9.
- 11) BIS の定義によれば、ここでいう国際債権 (international claims) とは外国本店所在銀行による非居住者向け融資と居住者向け外貨建て融資の合計であり、国

内債権 (local claims) とは同種銀行による現地通貨立てによる居住者向け融資である。

- 12) この点については Moreno and Villar [2005] を参照されたい。
- 13) Domanski, Wooldridge and Cobau [2003], pp. 46-49.
- 14) HKEx [2005], pp. 2-13.
- 15) 以下 IPO に関する記述について詳しくは Lee and Chang [2003] を参照されたい。
- 16) この点について詳しくは Leahy [2004c] を参照されたい。
- 17) Leahy [2004b], p. 150.
- 18) この点については、以下の URL を参照されたい。
<http://www.citigroup.com/citigroup/press/2003/data/030102a.html>,
<http://www.citigroup.com/citigroup/corporate/history/data/citigroup.htm>,
<http://money.cnn.com/2005/08/23/news/international/bc.financial.china.bank.reut/>.
- 19) この点については、以下の URL を参照されたい。
<http://www.bankofamerica.com/newsroom/press/>.
- 20) この点については、<http://money.cnn.com/2005/08/23/news/international/bc.financial.china.bank.reut/> を参照されたい。
- 21) この数字は25社がQFIIとして認可されていた時期のものであり、増加していることが予想される。
- 22) 以下中国株式市場についてはさしあたり Kim, Ho and Giles [2003], p. 39 以下を参照されたい。
- 23) 中国国有企業の国家所有株式売却や現段階の評価については、さしあたり Li and An [2004] を参照されたい。
- 24) この点については、<http://www.china.org.cn/english/NBA/77571.htm> を参照されたい。

参考文献

Bhattachali, Deepak, Shantong Li, and Will Martin eds. [2004] *Accelerating Financial Market Restructuring in China*, Chap. 11: World Bank.

BIS, Committee on the Global Financial System [2004] "Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies", *Report*, BIS.

Bremner, Brain [2005] "The Great Bank Overhaul", *Business Week*, pp. 72-75, August. 22/29.

Brown, Mark [2004] "Bridging private and in-

vestment banking", *Euromoney*, pp. 96-99, January.

Chao, Howard [2002] "The WTO and Foreign Financial Institutions in China".

Coppel, Jonathan and Michael Davies [2003] "Foreign Participation in East Asia's Banking Sector", *Report*, International Department Reserve Bank of Australia.

Currie, Antony [2000] "Citigroup's confused chemistry", *Euromoney*, pp. 30-35, January.

Domanski, Dietrich, Philip D Wooldridge, and Anna Cobau [2003] "Changing links between mature and emerging financial markets", *BIS Quarterly Review*, pp. 45-54, September.

Harrison, Matthew [2003] "Fund Management in Hong Kong and Singapore", *csu-research & policy*, HKEx.

——— [2004] "The Implications of CEPA for the Hong Kong Securities Industry", *research & planning*, HKEx.

Hisikawa, Isao [2003] "Financial sector FDI in Asia: Brief Overview". A note for the meeting of the CGFS Working Group on FDI in the Financial Sector.

HKEx [2004] "Institutional Investors in Mainland China", *research & planning*, HKEx.

——— [2005] *Cash Market Transaction Survey 2003/04: Hong Kong Exchange and Clearing Limited*.

Hobson, John and Robert N. McCauley [2005] "The future of banking in East Asia", *Quanderni di Ricerche* 59, Ente Einaudi.

Hong Kong Monetary Authority, Banking Policy Department [2005a] "Results of the 2004 survey on credit derivatives and asset securitisation activity", *Hong Kong Monetary Authority Quarterly Review*, pp. 32-36, June.

Hong Kong Monetary Authority, the External Department [2005b] "Renminbi banking

- business in Hong Kong”, *Hong Kong Monetary Authority Quarterly Review*, pp. 22-26, March.
- Kim, Yongbeom, Irene S.M. Ho, and Mark St Giles [2003] Developing Institutional Investors in People’s Republic of China: The World Bank.
- Kuijs, Louis [2005] “Investment and Saving in China”, *Research Working Paper 1*, World Bank China Office.
- Leahy, Chris [2004a] “Banks seek the right model for Asia”, *Euromoney*, pp. 85-89, January.
- [2004b] “From Swiss bear to Asian bull”, *Euromoney*, pp. 148-150, June.
- [2004c] “A setback for China’s Hong Kong listings”, *Euromoney*, pp. 152-156, June.
- Lee, Joseph and Veronica Chang [2003] “IPO Activities In Hong Kong”, *Research Paper 10*, Securities and Futures Commission.
- Lee, Joseph, Yan Yuhong, and Joanna Poon [2005] “A Comparison Between Shenzhen SME Companies and Hong Kong GEM Companies”, *Research Paper 21*, Securities and Futures Commission.
- Lee, Peter [2005] “What Citigroup needs to do next”, *Euromoney*, pp. 64-70, July.
- Li, Ke and Tongliang An [2004] “Chinese Industrial Policy and the Reduction of State-owned Shares in China’s Listed Companies”, *Pacific Economic Review*, Vol. 9, No. 4, pp. 377-393.
- Ma, Guonan and Robert N McCauley [2002] “Rising foreign currency liquidity of banks in China”.
- McCauley, Robert N, San-Sau Fung, and Blaise Gadanecz [2002a] “Integrating the finances of East Asia”, *BIS Quarterly Review*, pp. 83-96, December.
- McCauley, Robert N, Judith S Ruud, and Philip D Wooldridge [2002b] “Globalising international banking”, *BIS Quarterly Review*, pp. 41-51, March.
- Moreno, Ramon and Agustin Villar [2005] “The increased role of foreign bank entry in emerging markets”, *BIS Papers*, No. 23, pp. 9-16.
- Prasad, Eswar and Shang-Jin Wei [2005] “The Chinese Approach to Capital Inflows”, *Working Paper WP/05*, International Monetary Fund.
- The Program on International Financial Systems [2004] “Building The Financial System of 21st Century: An Agenda for China and the United States” (http://www.law.harvard.edu/programs/pifs/pdfs/2004_cus_symposium_plist.pdf).
- Shameen, Assif [2005] “Embracing Asia’s Riskiest Borrowers”, *Business Week*, p. 40, April 11.
- Soussa, Farouk [2004] “A Note on Banking FDI in Emerging Markets: Literature Review and Evidence from M&A Data”, *CGFS Publications 22*, BIS.
- Tsoi, Essie [2002] “Increasing Investor Participation: Insights from HKEx Surveys”, *csu-research & policy*, HKEx.
- [2004] “Understanding Investors in the Hong Kong Listed Securities and Derivatives Markets”, working paper, HKEx.
- U.S. GAO [2004] *World Trade Organization: U.S. Companies’ Views on China’s Implementation of Its Commitments*, U.S. GAO.
- Yam, Joseph [2000] “The WTO-China’s future and Hong Kong’s opportunity”, (<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/public/qb200011/sp02.pdf>).

(宇都宮大学国際学部教授・当研究所客員研究員)