

中国の金融改革と投資信託

小林 和子

春は四月、北京大学現代日本研究コースに教えにいくのも五年目になった。北京の空港に降りてみると、なにやら騒然としている。回族のお祭りとかで、白い帽子、白いシャツの集団がどっと飛行機で北京についたところであった。回族は中国の中央北部、寧夏回族自治区に多く住むイスラム教徒である。自治区は他に四つ、内蒙古、広西チワン族、新疆ウイグル、チベットとある。独立を叫ぶチベット族に比べて、回族は漢人社会にそれなりに融合している感じがした。

着いた早々に日本側主任教授から「民情不安な

のであまり一人で出歩かないでほしい」とクギをさされた。言葉もろくにできないのに一人でどこへでも行く私に不安を覚えられたのである。しばらく前に日本人留学生が殺される事件があったためでもある。北京や上海などの大都会には地方から出てきた出稼ぎ希望農民「民工」の低賃金に不満を持つものや、失業者がたまっている場所がある。そういう所にフラフラと行くな、というわけである。いささか不安になり、かつは前週珍しくも「泥雨」が降り、その週も何回も雨が降ったため、遠出は諦めて、北京大学の裏手にある頤和

園に牡丹を見に行った。日本では園芸牡丹は肥料食い、カネ食いであるが、広い頤和園では放置されている感じで、やや小さめの花が、ピンクやエンジの濃淡、白など色とりどりに咲いていた。牡丹は古来中国で好まれた花である。東北部の古い出土品の装飾模様は主に植物文様で、牡丹と蓮花が最も多いという。さて日本の植物文様ではないが多いのだろう。花どころか縄文しか思い浮かべないとはなさない。

金融改革の進展

一九八〇年以来、中国は経済体制の改革を進めてきた。昨今では「伝統的計画経済」と「社会主義市場経済」を対比させて語られることが多い。後者は国有企業の株式化から株式取引所の公式承認、株式取引の投機化とミニバブル状況後の沈滞

まですでに経験した。金融システムは財政資金からの形式的分離に始まり、第二段階で種々の改革が進められている。

九八年三月初めの第九期全国人民代表大会（いわゆる全人代、日本の国会に相当）で李鵬首相は三大改革を打ち出したが、その一つが金融改革である。柱の第一は低効率の国有企業改革で、三年前後で大多数の大・中型の赤字企業を赤字から脱却させるとともに、失業対策として再就職事業や社会保障制度の整備があげられた。第二は中国建国以来最大規模といわれる行政の改革で、中央省庁の数を四分の三に削減し中央政府の人員を大幅に減らす。第三が金融改革である。まずは中央銀行である中国人民銀行の独立性を高め、市場を通ずる金融政策の有効性を確立する。その前提として人民銀行地方支店の権限濫用を抑え、五店を統合して一〇店に減らす（これだけで一〇何万人か

失業する）。

その上で、中央銀行による金融機関管理を強化し、国有銀行・民間商業銀行が抱える国有企業・株式化企業に対する不良債権の整理を進める。金融機関はこれまでの「社会主義市場経済」化しながらも「伝統的計画経済」の悪しき内実をひきずった「政策的談合融資」は続けられず、不良債権を処理しながら投資・融資を自己の責任で決定し、結果を負担する原則を字ばねばならない。海外活動を行う大金融機関の場合にはBIS規制に対応した資本金充実も必要になる。不良債権処理の方向は市場原理による証券市場の利用にあり、中国証券監督管理委員会（以下中国証監会、財務院・大蔵省とは別の、米SECのような機関）が証券市場への監督を強化する。

国有企業を一般の企業と置き換えれば日本と同じではないか、といたくなるような改革の方向

である。数字だけをみれば「伝統的計画経済」の中国は圧倒的な間接金融体制の国である。日本では同じ間接金融体制でも金融機関に長期にわたり巨額の利益が保証された、すなわち企業の高成長と金融機関保護政策が共存しえたが、遅れて市場経済化を進める中国ではこの共存は望めない。国有企業の株式化による効率化と金融機関不良債権の処理を同時に進めるべく、過大な期待をかけられているのが、いまだ若く、極度に投機的な証券市場である。なかでも新しい金融手段である証券投資信託に大きな期待がかけられている。

投資信託の登場

中国には「基金」といわれる投資信託がある。昨年十一月に新しい法律ができ、これに基づいて今年三月に巨大な新基金が設立された。投資基金

業務が開始されたのは一九八一年という説と、一九八〇年代末という説がある。前者はいわゆる「香港基金」であり、中国新技術創業投資公司・匯豊集団・渣打集団の作った「中国置業基金」(三九〇〇万香港ドル)で、香港の取引所に上場された。中国投資に向けられてはいるが香港で設定された点で、これを中国の投資基金の嚆矢としたいくない向きもあるのだろう。しかし別の本では同基金の設定は九一年になっている(次に見る承認の意味かもしれない)。八七年になると国内の中国銀行、中国国際信託投資会社が基金の設定を始めた。八九年には香港で「中国概念基金」(中国型の仕組みの意味か)の「新鴻基中華基金」が、九〇年にはフランスの投資会社による「上海基金」を設定された。

正式開始は一九九一年である。正式とは何らかの政府組織による承認を意味する。たとえば、武

漢証券投資基金は中国人民銀行武漢分行が、深圳南山風険投資基金は深圳市南山区人民政府が、承認したものである。市場経済化の進展を背景に、株式市場が公式承認されたことと併せて、証券投資に向けられる基金は激増し、九二年に承認された基金は三七に達した。九二年は「基金年」と称された。九一年に原中国農村發展信託投資会社が作った「淄博基金」が九三年八月に上海取引所に上場したことは、投資基金発展の一里塚となった。

しかし九三年五月に中国人民銀行が「証券投資基金管理弁法」を起草し、この規範に基づかない投資基金と信託受益証券を発行することを禁じて以来、九四年四月から九七年にかけては一切設立されなかった。九八年二月段階では全国共有基金は七五、基金に類する証券が四七、二五基金は上海、深圳の二証券取引所に上場しており、三八は

天津、南方、武漢、大連等の証券交易中心で公開取引されている。

全国性七五基金の性格は大略以下のように把握できる。

- 1 設定された地域：北京・上海・天津等の直轄市を含む二六地域
- 2 名称：地域名の「——投資基金」三二、「——基金」三四、「——受益基金」二、投資対象名の「——基金」四(一部重複)
- 3 発起人及び運営管理人：大部分は商業銀行あるいは商業銀行に付属する信託投資会社
- 4 承認した機関：中国人民銀行(総行、分行)、地方自治区政府、市政府証券委員会
- 5 発行時期：九一年七月一五〇〜九四年三月二六日
- 6 発行規模：八〇〇万元〜五八一四八万元
- 7 募集規模：ほぼ発行規模に等しいが、多い

ものも、著しく少ないものもある

- 8 発行価格：一・〇〇元〜一・〇五元、時に一〇・〇〇元、一〇五・〇元
 - 9 承認から発行までの日数：大半は二二日〜一四〇日後、時に同日、一四カ月後
 - 10 基金類型：契約型、クローズド・エンド型が大半(会社型は2、オープン・エンド型は1のみ)
 - 11 封閉期間(信託期間)：無期限二一・八〜一五年三九、その他九、不明もあり
- 九五年に人民銀行が四大国有商業銀行と付属信託投資会社の関係を断つよう規定した(銀証分離)ため、該当する信託投資会社は銀行に転化し、証券業務なканずく投資基金の運用・管理を処分しなければならなくなった。基金の運用と管理の明確な組織区分はまだ進んでいない。日本におけると同様、中国でも証券投資基金は投資対象

たる証券市場、とりわけ株式市場の繁閑に大きく影響され、連動する。証券市場の歴史が短い分、まだほぼ一サイクルを経験したに止まるが、今回の改革で投資基金が証券市場をリードするような役割が期待されているようである。

とはいえ投資基金の投資対象は証券とは限らない。証券市場が未成熟な時に設立された投資基金は不動産投資や実業投資が良い対象となった。広東省六基金のうち最大の南方基金投資組合の設立章程（基金契約・托管協議等）は基本的に「証券市場」「房地產」（不動産）「物業投資、実業」の領域を対象にした。同基金の承認当時は証券投資は総額の四〇%までに制限され、その後多いときで約五五%、九七年は二六%に止まった。証券投資基金ではなく「総合的投資基金」と称した。基金収益の相当部分は実業投資や協議貸付が稼いだしていたのである。

国有企業改革と投資信託

投資基金の歴史が新たな段階に入ったのには、香港返還が影響していると思われる。形式的な、あるいは実験的な国有企業の株式化の段階を過ぎ、実質的な生産性の向上と国有銀行・民営化した商業銀行の建て直しが迫られる現在、全人代の方針性は金融改革をその突破口にしようとするものでもある。

資本主義経済における国有企業の民営化は、1、巨額の財政資金の回収、2、株式会社による事業経営の効率化、を目的とする。民間のどこが次ぎなる企業所有者になろうとかまわないし、とりあえず経営者には改革の能力があると思われる。しかし社会主義（あるいは旧・社会主義）市場経済における国有企業の民営化（国家株が蔽

投資基金の発行する基金券（日本の投信受益証券にあたる）は、四段階の流通取引の形式を持つ。第一はいうまでもなく上海と深圳の証券取引所に上場している大規模のものである（前掲の淄博基金等）。第二は地方の証券交易中心に上場し（日本概念では公開）、上掲の正規取引所とネットワーク連携しているものである（前掲の南方基金等）。第三は同じ地方証券交易中心に単独で上場しているものである（前掲の武漢基金等）。場所は前掲武漢等の他に浙江、四川、湖南がある。第四は証券会社の店頭交易に乗っているものである（前掲の深圳南山風険投資基金等）。第三、第四のレベルはきわめて狭い市場である。大半が会社型ではないのだが、こうした上場・公開取引が行われていることは中国基金の特色の一つである。一説によれば株式市場参加者の八割は基金の売買に参加している。

然と存在するので中国では株式化という）では、まず1、誰が次の企業所有者になるかで、特定少数の資産家や機関に集中することを避けないと、社会の不満が大きくなる。また、2、株式会社に なったからとてこれまでの国有企業の、よくいえば悠長な、親方日の丸型、実態はコスト意識も期間成長目標もない運営では、効率化はありえない。そもそも経営者は不在なのである。「まともな経営管理」をどこから持ってこなければならぬ。

ここで投資信託がにわかにクローズアップされる。資産家個人や、特定の機関投資家、場合によっては外国投資家等ではなく——それらをすべて可能性として含むが——現実に多くの国内個人が参加することを、「国家所有」の「社会的所有」化、高次の社会主義「公有制」の実現と捉えることができる。資本主義下ではピープルズ・

キャピタリズムの一つの表現形式であるが、社会主義あるいは旧・社会主義の下では「人民公有制」とみることが望ましいわけである。

今一つの、経営効率化はどうか。旧・社会主義諸国ではすべて同じく国有企業の民営化問題を抱えている。ポーランドでは小型企業は直接競売され、大・中型企業は株式化された後約半分の五二社で投資基金方式の改革が進行している。一九四四年に「国家投資基金計画」で政府が一五の投資基金を設立、これらに五二社の株券の六〇％を移転させた。投資基金は株式を保有する企業の経営を管理する。一種の「メインバンク関係」のようなものを想定してみよう。一五の基金のうちA基金は「主導投資基金」であり、B企業を「主導企業」として管理する。B企業に対して他の基金は「非主導投資基金」であり、他の基金に対してB企業は「非主導企業」である。結果として五

一二社の株主の構成は、政府二五％、主導投資基金三三％、非主導投資基金合計二七％、職工二五％となっている。

ポーランドの場合、投資基金管理会社はすべてポーランドの金融機関と外国の投資銀行等の合資である。九七年五月に政府は国民一人に一枚の「二五投資基金株券の購入権証」を発行し、投資基金の株券は五〇％が個人の保有となった。投資基金の株券は同六月にすべて上場した。「政府所有」の「公衆所有」への転化は成功した。基金管理会社は企業の管理と外資導入を行い、成功すれば政府以外の保有分が外資に移転される。一種のリストラ・ビジネスを行うことになる。

チェコでも小企業はスムーズに一般に売却されたが、大・中型企業では競売は成功しなかった。五〇〇の大・中型を含む二五〇〇社については、一九九二年から「証書式私有化」を開始、これが

主要な方式となった。国民の成人はすべて一〇〇〇点の「私有化貨幣」を取得し、これで企業株の「購入権」を購入する。「投資基金法」による投資基金（民間）が、この国民の購買と管理を援助する。国民はこの「購入権」をみずから行使してもよいし、投資基金に「私有化貨幣」を委託してもよい。結果として、企業株式の七〇％以上を投資基金が所有しているという。

「証書式私有化」は投資基金を介在させて国家所有を個人所有に移転させる点では成功したが、投資基金の運用を通じて「戦略的投資家」を呼び入れ企業の合資化を進めるという目的はなかなか達成できないようである。チェコ側の意見では「モデルとした西側の投資信託に企業管理の理念がないため学べない」「株式の集中に対する否定論があり、戦略的投資家や外資を呼び入れられない」「経営者型投資家が企業を買った後のリスト

ラで失業者がでることを政府が恐れる」「基金管理会社にはリストラ・合資の専門知識がない」などがネックになっている。

中国は、米、日、香港、台湾等資本主義諸国の投資信託の機能と方式を学ぶとともに、こうした旧・社会主義諸国の投資信託方式を利用した国有企業の民営化の実態から、いまの中国に必要なものを考えている。これを一言で表現するならば、「社会主義的公有」を標榜する民間資金の活用を優先し、その資金を利用した企業リストラは経営者に委ねるといふことになるうか。

新たな「証券投資基金管理暫行弁法」

中国は、地方と中央政府、直轄市、さらに各レベルの共産党委員会等さまざまな権限が共存して

いて、国家レベルの法律はなかなか合意に至らない。周知のように証券取引法もまだない。しかし、市場経済化の実態はどんどん進む。投資基金については九二年六月「深圳市投資信託基金管理暫行規定」のような先進地方レベルの規定があり、九三年には前述の中国人民銀行「弁法」があったが、九七年一月に国家レベルの「証券投資基金管理暫行弁法」（全五七条）が国務院証券委員会により承認、公布されて、新たな段階に入った。基本的に信託契約型の投資信託なので信託法、会社法、証券取引法の三法を基盤とするが、何せ国家レベルの信託法と証券取引法はまだないため、「暫行弁法」とならざるをえないのである。以下、簡単に内容をみる。

第一章 総則…証券投資基金の管理を強化し、基金当事者の合法權益を保護し、証券市場の健全かつ安定的な発展を促進することが法の目的。証

券投資基金とは「利益を共に享受、リスクを共に負担する」集合証券投資方式で、投資対象は株式・債券等である。

第二章 基金の設立、募集と取引…設立には必ず中国証監会の審査・承認を要する。形式はオープン・エンド型（開放型）もクローズド・エンド型（閉鎖型）も可。主要発起人は国家规定に沿って設立された証券会社、信託投資会社、基金管理会社で、個別の発起人の実収資本は三億元以上、主要発起人は（基金管理会社を除き）三年以上の証券投資実務経験を持ち、利益をあげていること。クローズド・エンド型の存続期間は五年以上、最低募集額二億元、募集期限は基金承認の日から三カ月、承認額の八〇％で成立。オープン・エンド型は三カ月内に純販売額が二億元以上ならば成立。オープン・エンド型は国家规定に沿った場所で売買可能、クローズド・エンド型は証券取

引所に上場。

第三章 基金托管人と基金管理人…商業銀行を

基金托管人（基金資産の受託者）、基金管理会社を基金管理人（基金資産の運用を委託）とする。

基金托管人は必ず中国証監会と中国人民銀行の審査・承認を経、専門の基金託管部を設立。基金管理会社の設立は必ず中国証監会の審査・承認を経、主要発起人は証券会社、信託投資会社とする。

第四章 基金保有者の権利と義務…基金保有者大会への出席、基金収益の取得、基金単位の売買、清算後剰余資産の取得等

第五章 投資運用と監督管理…一基金が企業の株式や債券に投資する比率は資産総額の八〇％を下回らない、一基金が保有する一上場会社の株式は基金純資産額の二〇％まで、同一の基金管理人が管理する全基金が保有する一企業の証券は、その証券総額の二〇％まで、基金が一年に投資する

国家債券の比率は基金純資産額の二〇％を下回らない。

基金の禁止事項…基金の間の相互投資、托管人・商業銀行の基金投資従事、管理人の資金貸借業務、不動産投資、無限責任投資、托管人・管理人が利害関係をもつ会社の証券への投資、その他

第六章 罰則
第七章 付則…「基金単位」（投資信託受益証券にあたる）等の言葉の定義

ここに見るかぎり、ポータンドやチェコの投資基金方式に見られた「投資基金による企業経営管理、保有株式の政策的転売による合資の実現」等はまったく考えられていない。中国では「初めに不良債権ありき」で、国有銀行あるいは民営化した商業銀行が保有する巨額の国有企業に対する不良債権の堆積を何とか減らすために、国有企業の資金調達を証券市場から行わせたいのである。う

まく証券形式で資金調達ができれば不良債権化している銀行借入が返済され、銀行の経営は建て直せ、新たな利益の上がる貸し付けに向かいうる。とはいえ、株式市場は（上下はあれ）低迷しており、参加者は「一攫千金」型の投機マインドで染め上げられている。一方、五兆元を超える銀行預金やタンス預金（これがけっこうある）は、専門家の運用によりリスクが分散され、預金よりは利益が望める投資の形態を欲している。証券市場はまた安定的な長期投資家を望んでいる。B株直接投資の他に外資導入の有力な形態にもなる、何かよい方法はないか。ここに投資信託がピタリとあてはまってくれたのである。

基金金泰と基金開元の画期性

これまでは株式市場停滞のかたわら銀行預金や

し、封閉期限はともに一五年である。法人は購入できない。総株式数各二〇億株（流通株数・金泰一九億、開元一九・四億）、発行価格一・〇一元。発行価額二〇・二億元は投資基金としても一般株式と比べてもきわめて大規模である（例えば上場株式の済南百貨は四億三二〇〇万匹。にもかかわらず二つ併せて約四〇億元の基金になんと八〇〇億元の応募があったらしい。超過部分は抽選で返却するという。北京で会ったある経済シンクタンクの研究員も応募したと言っていた。四月第三週になって、投資基金の投資対象には新株が優先される、すなわち新株発行政策がとられ、その五％が割り当てられるという情報が入り、開元は高値一・八九元、金泰は二・〇二元までついた。新株投資は平均して一〇〇％の利益が上がる」とされている。この「市場価格」の評価には論者はみな慎重であるが、他の「老」基金にくらべて

国債には予定利率にインフレを考慮した補足利率が加えられたため、基金への投資はやや沈滞していた。しかし基金はいま新たな脚光を浴びて、拡大発展への転機にたっている。実務家達は、基礎産業型国有企業への投資と並んで、地方農村に基盤を置く郷鎮企業や、高度な科学技術で今後発展見込みの高い企業の創業援助を、投資基金に望んでいる。米国等ではいわゆる「エンジェル」は相応な資産家であるが、零細規模投資家を背後にもつ投資基金に創業投資を求めるところが中国の特徴でもあろう。

前掲「暫行弁法」によって早速本年三月に中国工商銀行を托管人とする二つの契約型投資基金が設定され、四月七日には早くも上場された（すなわち封閉型）。基金「開元」（深圳取引所）と基金「金泰」（上海取引所）である。「開元」は南方基金管理会社が、「金泰」は国泰基金管理会社が管轄

二つの「新」基金がずばぬけて取引量も多く、投資家が「新」と「老」を明確に区別して取引していることは確かである。

資産意識の目覚め

私有財産制の廃止は社会主義革命の大きな特徴であったが、「社会主義市場経済」では一部の私有財産は復活する。九八年三月の全人代では財政再建に向けて「相続税」の創設が宣言された。私の教えたコースの学生たちからも今年初めて「日本では証券保有は相続税の対象になるか」という質問がでた。一方で職場（官庁、国有企業等）が職員・従業員に無料または低額負担で住宅を貸している制度を七月に廃止し、持ち家制度に切り替えると報道されている。実態は永代使用権らしいが、一応これは住宅分野の市場経済化である。教

育費も以前は無料であったが、現在は北京大学でもそれなりに高い費用がかかるという。まず初めに金融資産を「私有」、ついで大実物資産を「私有」する段階にきて、税金という資産保有コストに一気に追いかけられる。中国人民の頭の切り替えもなかなか大変である。

参考文献

- 王海平・許鋼、主編『投資基金実務』一九九八年
謝衛『金融制度変革中的投資基金』一九九七年
中国証券業協会編『中国証券市場年報』一九九七年
中国証券市場研究設計中心『週刊証券市場』一九九八年四月二五日
総合開発研究院（深圳）『股市動態分析』一九九八年四月二五日
中国人民銀行・金融時報『中国金融信息・証券週刊』一九九八年四月二五日

（こばやし かずこ・当研究所主任研究員）