

再び注目を集める外資系企業の中国国内上場について

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 中国では、海外の証券取引所が中国事務所を設立し、中国企業の海外上場に向けた取り組みが行われる一方で、外資系企業が中国の証券取引所に上場する動きにもあらためて注目が集まっている。
2. 中国では資本取引が完全に自由化されておらず、現地法人である外商投資企業（独資企業、合弁企業、合作企業、外商投資株式会社）には、投資総額に応じた最低資本金や借入枠規制、海外からの借入規制（外債枠）が厳格に課されている。金融当局が 2007 年以降強化している金融機関の貸出に対する総量規制は、元々厳格であった外商投資企業の借入状況をさらに厳しくしており、銀行借入に代わる資本市場での資金調達も視野に入ってきている。
3. 外商投資企業による人民元建て株式、いわゆる A 株の発行・上場については、会社法や証券法といった一般的なルール以外に、特別法令も制定されている。外商投資企業による A 株上場については、日系企業では、アルパイン株式会社や中堅企業の合弁企業による実績があり、特に中堅企業については日本国内では未上場でも中国で初めて上場したことなどから話題を呼んだことがある。
4. 中国政府は、外資導入政策や資本市場の活性化などの観点から、海外企業を含む外資系企業による A 株上場を支援する姿勢だが、順番としては、まずは香港設立の中国系企業であるレッドチップ企業の国内上場（中国預託証券（CDR）を含む）を優先するとしている。
5. 今後の日系企業の上場候補としては、中堅企業と大手企業が考えられる。中堅企業については事業の現地化の徹底が、大手企業については現地化に加え現地従業員による自社株取得など労働インセンティブの強化が、現地上場に向けた推進力として考えられる。外資系企業による人民元建て株式の発行の認可は米中政府間の合意でも確認されており、今後の動向が引続き注目される。

I はじめに

2007 年 5 月、中国では海外の証券取引所の中国事務所設立に関する法令が制定され、同年 9 月のニューヨーク証券取引所の北京事務所設立を皮切りに、ナスダック、ロンドン、

東京、シンガポール、韓国の各証券取引所の北京事務所が相次いで設立され、海外の証券取引所による中国企業の海外上場に向けた取り組みが強化されている。

一方、今度は逆に、中国の証券取引所に外資系企業が上場する動きにも注目が集まっている。具体的には、2007年12月、北京で開催された第3回米中戦略経済対話（Strategic Economic Dialogue、略称 SED）で、（外資系銀行を含む）外資系企業が人民元建て株式または債券を発行することを中国政府が認可するとの合意がなされた¹。このうち、過去に外資が中国に設立した現地法人が中国国内で人民元建て株式、いわゆる A 株を発行・上場したケースは無いわけではない。既に台湾企業や日系企業による発行・上場実績は存在しているが、前述の米中間合意により、外資系企業の人民元建て株式発行について、現在、再び脚光を浴びつつある。現地報道ベースではあるが、日系企業以外の外資系企業も A 株上場を求め、中国証券監督管理委員会（以下、証監会）や証券取引所へのコンタクトを開始している模様である²。

本稿では、内外の資本市場関係者から再び関心の高まっている外資系企業の A 株上場に焦点を当て、最近の外資系企業の進出や資金調達動向、外資系企業の A 株上場に関する中国政府の政策や実際のケースを俯瞰しながら、中国政府のスタンスや今後の日系を含む外資系企業の動きを整理し、展望する。

II 外資系企業の進出と資金調達の現状と課題

1. 近年の外資の進出動向

1) 外資の進出形態

中国では、1978年に決定した改革開放政策に基づき、外資導入を本格的に始めてから30年が経過しようとしている。外資が中国に進出する場合、現地法人を設立しない間接投資と現地法人を設立する直接投資に進出形態が分かれるが、後者の直接投資は、①独資企業、②合弁企業、③合作企業、④外商投資株式会社の四つの形態から成る（図表1）。独資企業、合弁企業、合作企業は「三資企業」と呼ばれ有限会社の一類型であるのに対し、外商投資株式会社は株式会社として設立される。外資が設立した現地法人は、「外商投資企業」と呼ばれる。

なお、本稿では、中国国内に設立された現地法人である外商投資企業（三資企業、株式会社）と中国国外の海外企業を総称する場合、特に断りが無い場合は「外資系企業」と呼ぶ。

¹ SED は、米国・ブッシュ大統領と中国・胡錦濤国家主席との合意に基づき、米中間の経済問題について協議する場として、2006年12月から半年に1回、計3回開催されている。金融市場の開放の問題も、SEDの主要テーマの一つとなっている。

² 2008年1月15日付中国証券報では、事業会社ではコカコーラ、シーメンス、金融機関ではHSBC（香港上海銀行）、東亜銀行、DBS（シンガポール発展銀行）の名前が取りざたされている。

図表 1 中国への外資の進出形態と本稿での定義

	所在地	会社形態	名称	定義
外資系企業 (広義)	中国国内 (外商投資企業)	三資企業	独資企業	外資100%の有限責任会社。
			合弁企業	中国企業と外国企業の合弁による有限責任会社。
			合作企業	中国側と外国側が契約に基づく権利・義務関係によって共同事業を行う形態。法人型(有限責任会社)と非法人型がある。
		株式会社	外商投資株式会社	新設、もしくは既に設立された有限会社形態から組織変更可。
	中国国外	-	海外企業	-

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

2) 外資の進出実績

改革開放以来の外資による中国への直接投資の動向は、契約件数、契約金額、実行金額について商務部が統計を取り発表している³(図表 2)。銀行・証券・保険を除く 2007 年の対内直接投資は、契約件数が 3 万 7,871 件(前年比 8.7%減)、実行金額が 747 億 6,778 万ドル(前年比 13.6%増)となり、実行金額ベースでは過去最高を記録した。

2007 年の国・地域別の実行金額のランキングを見てみると、第 1 位は香港で 277 億 342 万ドルとなっている。日本は第 4 位で 35 億 8,922 万ドル、米国は第 6 位で 26 億 1,600 万ドルとなっている(図表 3)。

3) 現地資金調達的重要性

外資の中国への進出目的は多様化しており、従来のように安価な労働力を活用して自国または第三国への輸出を目的とする進出だけでなく、中国国民の所得の向上に伴う消費マーケットに着目した国内販売(内販型)を目的とした進出の割合も高まっている⁴。また、卸売・小売業といった非製造業の進出も目立っている。

中国では、外資系企業、中国企業を巻き込んだ企業間の競争が厳しくなる中で、外資としては現地化を進めコストを削減しながら投下資本を効率よく使用していくことが重要となっている。特に内販型の企業では、販売代金の回収は最終的に人民元建てで行われることから、現地通貨での資金調達の重要性も高まってきている。

2. 制約の多い現地資金調達

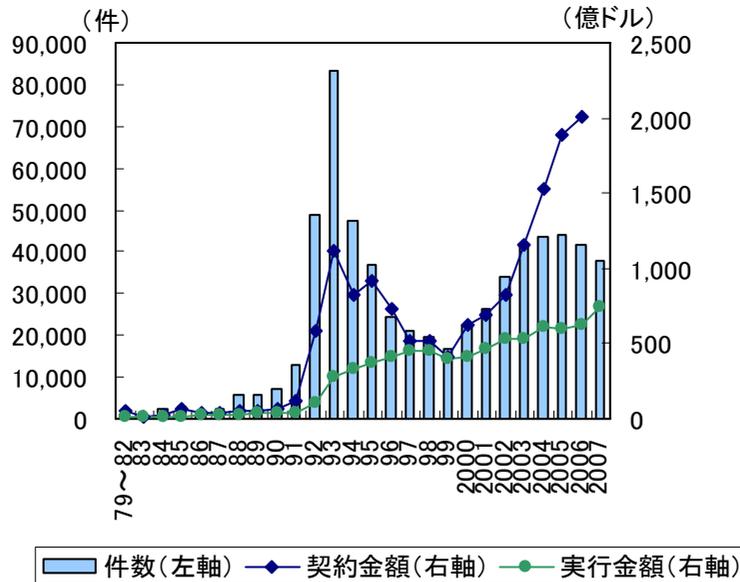
1) 総投資枠管理と最低資本金規制

資本取引が完全に自由化されていない中国では、外商投資企業を設立する場合、会社の規模と進出業種に関する制約が存在している。うち前者の会社の規模に関して言えば、現地で事業を立ち上げる際に必要となる資金としての自己資金(資本金)と借

³ 中国の外資統計は、契約段階での件数と契約金額、及び実際に資本金を振り込む実行金額とから把握・計上されている。なお、契約金額については、2007 年以降の公表は停止されている。

⁴ 経済産業省による海外現地法人四半期調査によれば、香港を含む中国での売上高に占める現地での販売高の比率は、平成 17 年度(2005 年度)の 45.6%に対し、平成 18 年度(2006 年度)は 52%、直近の平成 19 年度(2007 年度)10-12 月期は 53.7%となっている。

図表 2 中国への外資の進出状況



(出所) 日中経済協会、商務部より野村資本市場研究所作成

図表 3 中国：国・地域別対内直接投資（2007年）

順位	国・地域名	契約件数		実行金額	
		件	シェア(%)	100万ドル	シェア(%)
1	香港	16,208	42.8	27,703	37.1
2	英領バージン諸島	1,883	5.0	16,552	22.1
3	韓国	3,452	9.1	3,678	4.9
4	日本	1,974	5.2	3,589	4.8
5	シンガポール	1,059	2.8	3,185	4.3
6	米国	2,657	6.9	2,616	3.5
7	ケイマン諸島	342	0.9	2,571	3.4
8	サモア	765	2.0	2,170	2.9
9	台湾	3,229	8.7	1,774	2.4
10	モーリシャス	243	0.6	1,333	1.8
(参考)	EU	2,384	6.3	3,838	5.1
	全世界合計	37,871	100.0	74,768	100.0

(注) 1. 順位は2007年の実行金額順。
 2. 香港、タックスヘブンからの対内直接投資には、迂回投資も含まれる。
 3. EUは15カ国。

(出所) 商務部、ジェトロより野村資本市場研究所作成

入金の合計を「投資総額」と呼び、外商投資企業設立時の認可事項の一つとなっている(図表4)⁵。外商投資企業の設立認可は、投資総額によっても認可レベルが異なっている。

また、外商投資企業の場合、投資総額に応じた最低資本金が定められている(図表5)。

⁵ 中国では、選択的に外資を導入しており、国务院(内閣)による「外商投資方向指導規定」に基づき、奨励類・許可類・制限類・禁止類に導入業種を区分している。同時に「外商投資産業指導目録」に基づき、奨励類・制限類・禁止類のそれぞれについてリストを定めている。

これは、会社法に基づき、最低資本金について規定があるものの⁶、最低資本金をより高く設定する必要がある場合には、法令によって別途定めることが出来るとした規定を受けたものである。こうした最低資本金規制により、借入金に依存した過小資本での会社設立は認可されない仕組みとなっている。

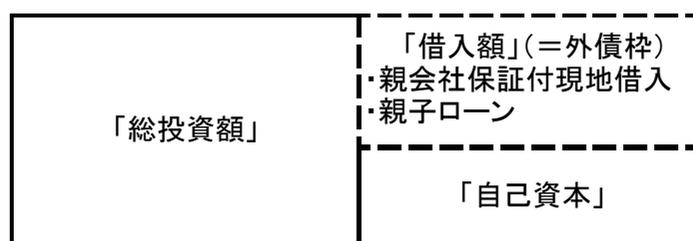
2) 厳格な借入枠の管理

投資総額と資本金が決まれば、投資総額と資本金の差額が「借入額」（中国語で「投注差」）となる。企業の負債は、当該借入枠の範囲内で調達する必要がある。当該借入枠を用いて、日系企業がどのような資金調達を行っているかを見てみる。

そもそも外商投資企業は、社債発行や短期融資債券（CP）発行といった資本市場での負債調達が認められていない中では、まずは銀行借入に頼ることとなる。

銀行借入は、通貨の種類により以下の二つから成る。一つは外貨借入である。借入先には、日系銀行の在中国支店と親会社（親子ローン）とがある。もう一つは人民元借入である。借入先には、日系銀行在中国支店と地場銀行とがある。外貨借入・人民元借入ともに、日系銀行在中国支店が日系企業に貸出を行う場合、担保として日本の親会社から保証差入れを徴求するケースが一般的である。

図表 4 投資総額と外債（対外借入）規制の概念図



- (注) 1. 「総投資額」 - 「自己資本」 = 「借入額」 (= 外債枠)。
 2. 「外債枠」 = 「短期（1年以内）外債残高」 + 「中長期（1年超）外債累計発生額」。
 3. 親会社による保証債務は保証履行時に「外債」扱いとなる。
 (出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 5 外商投資企業の最低資本金制度

投資総額	総投資に占める資本金の最低割合	補足
300万ドル以下	70%	
300万ドル超～1,000万ドル	50%	但し総投資額が420万ドル以下の場合、最低210万ドルの資本金が必要
1,000万ドル超～3,000万ドル	40%	但し総投資額が1,250万ドル以下の場合、最低500万ドルの資本金が必要
3,000万ドル超～	3分の1以上	但し総投資額が3,600万ドル以下の場合、最低1,200万ドルの資本金が必要

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

⁶ 有限責任会社の登録資本金の最低限度額は3万円。

3) 借入枠の管理を更に複雑化している外債登記

しかしながら、外商投資企業の借入枠の管理を更に複雑にしているのが、対外債務に対する厳格な管理である。中国では、国内の機関が非居住者に対して負う外債建ての債務を「外債」と呼び、国家発展改革委員会、財政部、国家外為管理局が借入主体ごとに管理している。外商投資企業による外債は、所管の外為管理局で借入契約締結後 15 日以内に登記（いわゆる「外債登記」）を行わなければならない。

また、外商投資企業の外債枠に関しては、以下のような規制が行われている（前掲図表 4 参照）。

- (1) 外商投資企業が借り入れる外債は、原則として、審査認可部門が認可した投資総額と登録資本金の差額である借入枠（投注差）を超えることは出来ない。
- (2) 差額の外債は、（1 年超の）中長期外債については累計発生額で計算する。
（1 年以内の）短期外債については残高で計算する。
- (3) （日系銀行在中国支店を含む）現地金融機関からの借入に親会社の保証が付されている場合は、当該保証債務の履行時に外債として扱われる。
- (4) 投資総額および登録資本金の差額を越えて借入を行う場合、外商投資企業は元の審査認可部門のプロジェクト投資総額に関する再査定を受けなければならない。

実務上、審査認可部門による再査定に関しては時間を要することが予想されるため、外商投資企業は、外債扱いとなる借入手段については、親会社からの保証実行時のケースも想定した上で、余裕を持って計画的に管理していく必要がある。外債管理については、過去から段階的に改革が行われ、銀行や企業のニーズを踏まえ以前に比べれば使いやすくなってきてはいるが、資本取引が規制され、そもそもこのような借入枠や外債枠が存在することで、柔軟な資金調達を行うことは難しい状況にある。

3. 金融引締めの影響

厳しく管理されている借入枠や外債枠の利用をさらに難しくしているのが、中国政府による金融引締めである。2007 年以降、貸出・預金金利の引き上げ、預金準備率の引き上げ、公開市場操作の拡大に加え、貸出に関する総量規制が強化されている。

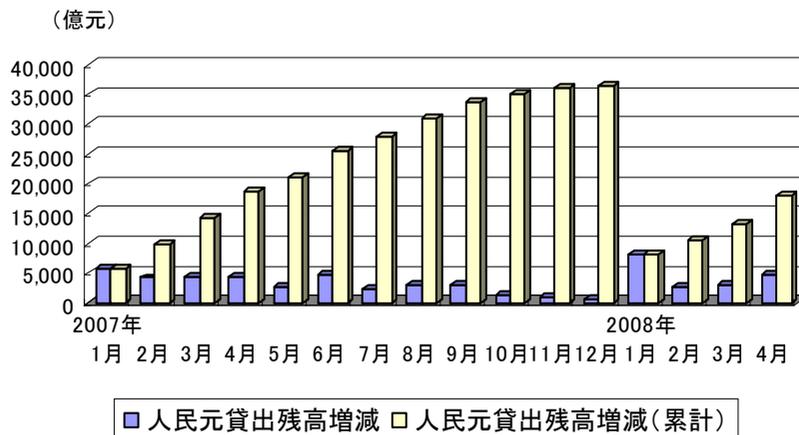
一つは、（中国国内での）人民元貸出に関する総量規制である。中国の銀行業監督管理委員会は、2007 年 10 月中旬の共産党大会以降、行政指導を通じ、商業銀行に融資残高を抑えるよう指示している模様である⁷。2007 年の毎月の人民元貸出残高の増減を見てみると、年末に近づくに従って残高の純増分が減少している。また、2007 年の累計ベースの増減を見てみると、2007 年 10 月末時点の約 3 兆 5 千億元からほぼこの水準で通年の残高

⁷ 2007 年 12 月 2 日付日本経済新聞など。

の純増分が抑制されており、総量規制の結果、年間の残高純増分が事実上 10 ヶ月分で打ち止めされたといえる（図表 6）。今度は逆に 2008 年に入ると、2007 年の反動で、残高の純増分が 2008 年 1 月は単月で 8 千億元、1 月～4 月の累計ベースで 1 兆 8 千億元となった。仮に 2007 年の総量規制 3 兆 5 千億元が 2008 年も維持されるとすると、2008 年 4 月末時点で既に 49.3%が使用された計算となり、2008 年は年の後半になればなるほど金融機関の貸出姿勢は厳しくなっていくものと思われる。

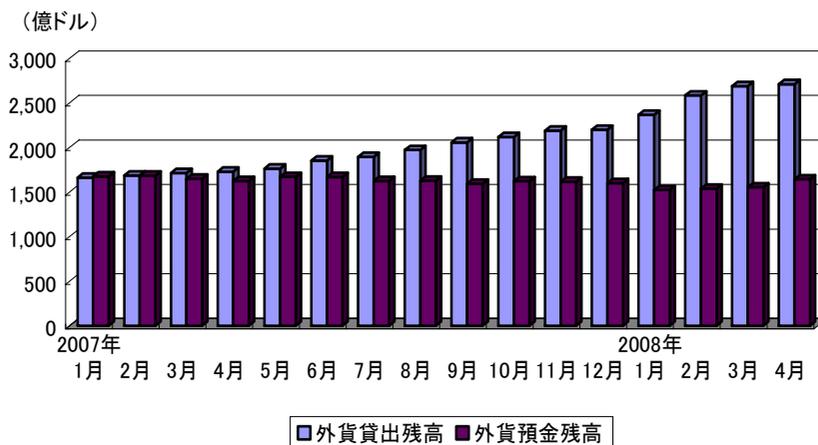
もう一つは、（中国国内での）外貨貸出・預金に関する動向である（図表 7）。外貨貸出の原資は、外貨預金と海外からの外貨調達から成る。外貨預金残高は、2007 年後半以降、月次ベースで減少か伸び悩む傾向にある一方で、人民元貸出の代替手段として外貨貸出が増加しているため、金融機関の外貨資金の預貸比率の上昇（流動性の低下）が見て取

図表 6 人民元貸出残高増減の推移（2007 年、2008 年 1～4 月）



(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

図表 7 外貨貸出・預金残高の推移（2007 年、2008 年 1～4 月）



(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

れる。また、中国国内の金融機関の海外からの外貨の調達手段について、関係当局は規制を強化している。地場銀行、外資銀行を問わず、中国国内の金融機関が海外から資金調達を行う場合、これも中国の対外債務として「外債」扱いとなるが、水際で短期の投機資金が中国国内に流入することを防止する観点から、中国の関係当局は短期の対外債務の圧縮の方針を 2007 年から打ち出し実行しており、2008 年もこの方針を継続すると見られている。このため、金融機関の外貨貸出の海外からの調達についても絞られることで、今後、企業の資金需要に応えられない事態が発生する可能性がある。

従って、企業による銀行借入を通じた資金調達環境は、人民元借入・外貨借入ともに厳しくなっており、企業サイドで銀行借入以外の資金調達手段の検討を加速する要因となっている。これに加え、外資系企業の場合、中国独特の借入枠や外債枠規制が課せられることが資金調達環境をさらに厳しいものとしている。このため、規制緩和が必要な外資による社債や短期融資債券（CP）の発行や、既に外資の現地法人による実績のある A 株上場も選択肢として考慮され始めている。

III 外商投資企業の A 株上場

1. 法的枠組み

1) 一般的な枠組み

中国での株式の新規発行及び上場については、現在は、2006 年 1 月 1 日より施行された「新会社法」、「新証券法」を基に、「上場会社の証券発行についての管理弁法」（2006 年 5 月 8 日施行）、「株式の新規公開および上場についての管理弁法」（同年 5 月 18 日施行）、「証券の発行および引受についての管理弁法」（同年 9 月 19 日施行）、「中国证券监督管理委员会発行審査委員会弁法」（2006 年 5 月 9 日施行）、「証券会社上場保証推薦人制度暫定弁法」の五つの関連ルールに基づき行われている。新証券法上の公開発行と上場に関する原則は図表 8 の通りとなっている。これらの関連ルールに基づく株式の公開発行の基準の詳細は省略するが⁸、上場の仕組みで日本と異なる点を補足しておく。

一つは上場審査の主体である。中国では、国务院（内閣に相当）直属の証券監督機関である証監会が、株式の発行を申請する企業や発行内容の審査、最終的な認可を与える役割を担っている。具体的には、上場を希望する企業は引受証券会社の推薦を受け、証监会および取引所に上場を申請し、証监会に設置された株式発行審査委員会が最終的に認可する形式となっている。

⁸ 詳細については野村資本市場研究所編『中国証券市場大全』日本経済新聞出版社、2007 年の第 1 章を参照。

図表 8 株式の公開発行・上場の原則

証券法
<p>1) 公開発行の条件</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 法律及び行政法規に規定される条件を満たし、国务院証券監督管理機関もしくは国务院が授権する部門の審査確認が必要(第10、12条)。 ・ 保証推薦人をつけなければならない(第11条)。 ・ 健全かつ良好に運営されている組織機構を備えていること(第13条)。 ・ 持続的に利益を獲得できる能力を備えており、財務状況が良好であること(第13条)。 ・ 直近3年間に財務会計報告に虚偽の記載やその他重大な違法行為がないこと(第13条)。 ・ その他国务院が認可した国务院証券監督管理機関が定める条件(第13条)。 <p>2) 上場の条件</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 株式が国务院証券監督管理機関の審査確認を受け、既に公開発行されていること(第50条)。 ・ 資本金が3,000万人民元を下回っていないこと(第50条)。 ・ 公開発行された株式が発行済株式の25%以上であること。資本金が4億元を超過する会社の場合、同比率は10%以上(第50条)。 ・ 直近3年間に、重大な違法行為、財務報告書に虚偽記載が無い(第50条)。 ・ 証券取引所は以上の条件を上回る条件を設定することが可能。内容については国务院証券監督管理機構が審査確認する(第50条)。

(出所) 野村資本市場研究所編『中国証券市場大全』日本経済新聞出版社、2007年

もう一つは、保証推薦人制度（スポンサー制度とも呼ばれる）である。保証推薦人制度とは、株式の新規上場や発行に当って、発行業務に精通した証券会社などが保証推薦人として発行体を指導する制度である。日本の主幹事証券会社に相当するが、中国では、上場後のディスクロージャーなどに対しても法令上の責任を負う。

2) 外商投資企業に関する枠組みと課題

外資系企業の株式公開および上場に関する特別法令としては、旧対外貿易経済合作部（現・商務部）による「外商投資株式会社の設立にかかる若干の問題に関する暫定規定」（1995年1月公布）、旧対外貿易経済合作部（現・商務部）・証監会による「外商投資企業の上場にかかる問題に関する若干の意見」（2001年10月公布、以下、外資上場意見）、証監会による「外商投資株式会社の株式募集説明書の内容と書式に関する特別規定」（2002年3月）がある（図表9）。特に、外資上場意見は、WTO（世界貿易機関）加盟を通じ、外商投資企業による国内証券市場での上場を明確に意識した規定となっている。

これらの特別法令のポイントは図表10の通りであるが、このうち、発起人の規定については、新会社法に合わせた形で関連規定の改訂が今後必要となろう。すなわち、旧会社法第75条の「株式会社を設立するときは、5名以上の発起人がいなければならない」という条文に基づき、特別法令でも「5名の発起人のうち、中国側が半数以上の3名でなければならない」と定め、新規公開・上場前の株式会社化にあたっては、外資側は持ち分の一部を中国側に新たに譲渡するなどして資本関係の再編が必要なケースも発生していた。ところが、新会社法第79条では、「株式会社を設立するときは、2名以上200名以下の発起人がいなければならない」と定め、そのうち半数以上の発起人が中国国内に住

図表 9 外商投資株式会社の上場に関する特別法令

公布部門	公布時期	名称
対外貿易経済合作部(現・商務部)	1995年1月	「外商投資株式会社の設立にかかる若干の問題に関する暫定規定」
対外貿易経済合作部(現・商務部)、 中国証券監督管理委員会	2001年10月	「外商投資企業の上場にかかる問題に関する若干の意見」
中国証券監督管理委員会	2002年3月	「外商投資株式会社の株式募集説明書の内容と書式に関する特別規定」

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 10 外資上場に関する特別法令のポイント

・ 上場予定の外商投資企業は、事前に株式会社(外商投資株式会社)に変更しなければならない。
・ 上場申請前の3年間、外商投資企業に対する年次検査をクリアしなければならない。
・ 経営内容が、「外商投資方向指導規定」と「外商投資産業指導目録」に合致していなければならない。
・ 5名の発起人のうち、中国側が半分以上の3名でなければならない。(=外資側は持分の一部を中国側に新たに譲渡しなければならない可能性がある。)
・ 外商投資株式会社の上場後、外資株の割合は株式資本総額の10%を下回ってはならない。
・ 外商投資株式会社の上場後、外資株の割合が株式資本総額の25%を下回った場合には、外商投資企業の認可証明書を返却しなければならない。(=外商投資企業としてのステータスを失い、内資企業となる。)

(注) 「外資株」とは、外国人投資家が保有する株式を指す。

(出所) 特別法令より野村資本市場研究所作成

所を有していなければならない」と規定しており、既存の特別法令の見直しが必要となっている。さらに、WTO加盟以降増えている外資100%の独資企業の株式公開・上場の場合、新会社法の規定をそのまま機械的に適用することの是非も問われている。

2. 台湾企業と日系企業がA株上場の中心

外商投資企業のA株上場の実績を見てみると、台湾企業が中心であるが、台湾以外での外資では日系企業の存在が目立っている(図表11)⁹。

日系企業では、外商投資企業の上場に関する特別法令が整備されていない中での特例として、1996年10月、アルパイン株式会社とソフトウェア開発会社である東軟集団との合併会社である瀋陽東大阿爾派軟件株式有限公司が、日系企業として初めて上海でA株上場を行った¹⁰。また、1999年1月には、広島県福山市の繊維中堅メーカーであるマツオカ

⁹ 中国の取引所での銘柄コードは、国内企業と外資系企業とを区別していないため、現地証券会社情報や関連報道を基に整理した。

¹⁰ 関満博『中国の産学連携』新評論、2007年の第3章を参照。中国のソフトウェア企業が上場したのは、瀋陽東大阿爾派軟件株式有限公司が第一号であった。

図表 11 外商投資企業の A 株上場実績

上場会社名	上場日	取引所	業種	親会社 (国・地域) (社名)	発行前持株比率 (外資側)	発行価格 (元/株)	発行時PER (倍)	発行金額 (万円)	うち費用	主幹証券会社	08年6月11日 時価(万円)	(邦貨:億円)
瀋陽東大阿爾派軟件 株式有限公司	1996年6月18日	上海	IT	日本 アルバイン株式会社	37%	6.98	17.45	10,470	450	華夏証券 (現・中信建設証券)	1,579,610	2,452
上海業織華株式有限 公司	2001年3月28日	上海	繊維・ 服飾	日本 マツオカコーポレーション (広島県福山市)	n.a	16.4	n.a	132,840	4,141	国泰君安証券	409,734	636
浙江國祥製冷工業株 式有限公司	2003年12月30日	上海	家電	台湾 陳天麟	45%	7.30	20.00	29,200	1,800	聯合証券	105,215	163
寧波東睦新材料株式 有限公司	2004年5月11日	上海	機械	日本 睦特殊金属工業株式会 社(東京都町田市)	60%	10.00	13.89	45,000	1,800	國聯証券	124,925	194
合肥榮事達三洋電器 株式有限公司	2004年7月27日	上海	家電	日本 三洋電機株式会社(大阪 府守口市)他	35.38%	2.60	18.18	22,100	2,008	平安証券	254,745	395
江蘇三友集団株式有 限公司	2005年5月18日	深圳	繊維・ 服飾	日本 株式会社ミツワ(岐阜県 関市)	40%	3.55	21.65	15,975	1,355	國元証券	90,188	140
深圳成霖潔具株式有 限公司	2005年5月25日	深圳	建材	台湾 Globe Union Industrial (BVI) Corp他	97.48%	8.60	20.48	43,860	2,003	広発証券	142,621	221
廣州海臨衛浴用品株 式有限公司	2006年11月24日	深圳	建材	台湾 中余投資有限公司他	52%	8.03	27.69	35,734	1,481	招商証券	167,580	260
深圳信隆實業株式有 限公司	2007年1月12日	深圳	機械	台湾 利田發展有限公司他	79.90%	3.40	29.99	23,120	1,476	平安証券	147,668	229
晉德實業株式有限公 司	2007年1月26日	上海	機械	台湾 Chin Champ Enterprise Co., Ltd他	98.62%	4.26	23.72	89,460	2,726	華泰証券	507,329	787
上海漢鐘精機株式有 限公司	2007年8月17日	深圳	家電	台湾 Capital Harvest Technology他	98.50%	9.08	29.97	34,504	2,146	財富証券	248,325	385
上海斯米克建築陶瓷 株式有限公司	2007年8月23日	深圳	建材	台湾 斯米克工業有限公司他	96.37%	5.08	29.88	48,260	2,648	國信証券	254,600	395
(参考:B株)上海業織 華株式有限公司	1999年1月18日	上海	繊維・ 服飾	日本 マツオカコーポレーション (広島県福山市)	n.a	0.28	5.54	21,384	2,133	申銀万国証券	97,066	151

- (注) 1. 瀋陽東大阿爾派軟件株式有限公司は、2001年5月、「瀋陽東軟軟件株式有限公司」に社名変更している。また、上海業織華株式有限公司は、2006年10月、「上海九龍山株式有限公司」に社名変更している。
2. 邦貨換算については、国家外為管理局による2008年6月11日付の中間レートに基づき、1元＝15.52円として計算した。

(出所) 各社目論見書、海通証券より野村資本市場研究所作成

コーポレーションの合弁企業が日系企業として初めて B 株¹¹上場を行い、続く 2001 年 3 月には A 株上場を行っている。

2001 年 10 月の外資上場意見の公布後では、台湾企業を除く外資系第一号として、2004 年 5 月、東京都町田市の自動車部品メーカーである睦特殊金属工業の合弁企業が上海で A 株上場を行っている。翌 2005 年 5 月には、岐阜県関市の縫製加工メーカーであるミツワの合弁企業が深圳で A 株上場を行っている。マツオカコーポレーションや睦特殊金属工業、ミツワに共通しているのは、①日本国内では未上場の中堅メーカーでありながらも現地で先に上場していること、②現地での事業が好調で旺盛な現地通貨（人民元）建ての資金需要があること、③A 株市場を通じて低コストで現地での設備投資資金を調達できたこと、に整理できる。

なお、台湾企業による A 株上場は、中国大陸と台湾との関係や規制に起因する要素が大きいと思われる。台湾は、累計で 1,500 億ドルを超える対中投資を行い、製造業やサービス業など様々な業種が進出しているが、これまで台湾の銀行には連絡事務所以外の業務、例えば融資や送金などの業務での対中進出は、大陸側・台湾側双方から認められていなかった¹²。外資系企業の場合、現地での銀行融資を受ける際は、自国の銀行が進出している場合は当該銀行からの調達を検討するケースが多い。しかしながら、台湾企業の場合は、現地で台湾系銀行からの融資サービスを受けることが出来なかったため、銀行融資以外の資金調達手段として現地での株式上場を視野に入れていたと考えられる。

¹¹ 外国人投資家向けに発行される株式で、額面は人民元建てだが、実際の売買は外貨建てで行われる。2001 年 2 月以降は、外貨保有の国内投資家にも売買が解禁された。

¹² 2008 年 3 月 25 日付フジサンケイビジネスアイ。

3. 「子」が「親」を追い抜く現地上場

ここで、睦特殊金属工業（以下、当社）のケースを見てみる（図表 12）。当社は、日本国内で 1963 年より、鉄粉や銅粉を一平方 cm 当たり 5 トンの圧力をかけてセ氏 1 千度で焼き固めた特殊な「焼結金属」をギアに加工し、自動車・二輪車メーカーや情報・家電メーカーに供給している¹³。当社の製品は、あらかじめ必要な部品の形に打ち抜いて焼結するため、金属を切削して部品を作るのに比べ製造コストが四分の一から五分の一と安いのが売りである。

当社の中国との関係では、バブル期で日本での生産が間に合わず、1991 年から国有寧波粉末冶金廠に生産を委託するようになったのが始まりで、1994 年には委託先と合弁で寧波東睦粉末冶金有限公司を設立した。2001 年には寧波東睦粉末冶金有限公司を株式会社化し、社名も寧波東睦新材料材料有限公司（以下、東睦）に改めた。

図表 12 睦特殊金属工業の中国事業の経緯と上場

項目	内容
商号	睦特殊金属工業株式会社
資本金	4,520万円
代表取締役社長	池田修二
住所	東京都町田市鶴間1523番地
事業内容	焼結機械部品・含油軸受等の製造・販売
事業沿革	1963年 睦合成工業株式会社の生産工場として町田工場設立 1976年 粉末冶金事業部（町田工場）を分離・独立し、睦特殊金属工業株式会社として発足 1992年 睦香港有限公司設立 1994年 寧波東睦粉末冶金有限公司設立 2001年 寧波東睦粉末冶金有限公司を寧波東睦新材料材料有限公司に名称変更及び株式会社化 2004年 寧波東睦新材料材料有限公司、WTO加盟後台湾企業以外の外資系企業として初の上海A株上場 東睦（天津）粉末冶金有限公司を設立
上場の経緯と評価	<ul style="list-style-type: none"> ・ 1991年の委託加工・技術提携の時代から続く日本側・中国側間の信頼関係が、東睦の発展の基礎。 ・ 2001年頃から現地での上場を検討開始。日本側のコントロールを考えれば上場しない方が良いが、それでは東睦の発展は望めないとの認識。但し、日本側は、人的な技術のレベルアップを優先し、上場するにしても1～2年後との認識。 ・ 中国側パートナーも上場に積極的。上場するのであれば、外資で第一号を狙うべきというのが中国側パートナーの考え方。また、日米欧の競合相手が進出してくる前にシェアを押さえる必要があり、その為には設備投資が必要との認識。寧波市も上場をバックアップ。 ・ 日米欧の自動車メーカーの中国進出により、東睦の業績も拡大。1997年のアジア通貨危機の時さえ黒字を維持。毎年4億円前後の設備投資を実施していたが、中国側はその倍程度の投資を常に主張。 ・ 上場の準備の際、連続3年間の増益実績と将来性の有無、国内市場での実力に関する説明のほかに、国有資産である土地・設備・建物の権利関係の確認は実務的に重い作業となった。技術や商標（ブランド）の価値の確認も必要であった。東睦は中国国内では業界トップで、アジアでも上位5位以内に入る実力を有する。 ・ 上場の際の新株売価10元に対し、初値は14.8元。初日終値は14.54元と、売出価格比で45.4%高。売出の際の応募倍率は1,918.6倍。 ・ 上場前後から、東睦は子会社を中国各地に積極的に設立していったが、子会社設立の原資は東睦の利益・減価償却費及び現地金融機関からの借入で調達。また、睦特殊金属による直接出資分は、東睦からの配当金を充当。

（出所）睦特殊金属工業株式会社、独立行政法人中小企業基盤整備機構等より野村資本市場研究所作成

¹³ 2002年8月23日付日経産業新聞。

中国国民の所得の向上に伴うマイカーブームを背景に、海外の完成車メーカーも現地生産へのシフトを進める中で、当社の中国での取引先である GM やホンダなどへの部品供給は拡大し、設備投資に関する資金需要も高まっていた。東睦の上場については、2001 年ごろから関係者が検討をし始めたが、当初は中国側パートナーの方が積極的で、日本側は上場よりも技術のレベルアップを優先すべきとの認識であったが、最終的には東睦の発展のために日本側の経営権を多少犠牲にしても上場することを決断した。現地政府である寧波市も、東睦の上場を積極的に支援した。2002 年末には上海 A 株市場での上場を申請した。

2004 年 5 月の上場の際の、新株売出価格 10 元に対し、初値は 14.8 元、初日終値は 14.54 元と売出価格比で当時としては最高の 45.4% 高となった。また、売出の際の応募倍率は 1,918.6 倍となった。上場当時の当社の日本での年商は 7 億円で粉末冶金業界では下位の方に属するとされていたが、中国では年商約 2 億 5 千元（当時の 1 元=13 円で 33 億円相当）で、中国国内でトップシェアを築いており¹⁴、投資家から高く評価されたことが伺える。上場当日には、当時 98 歳の当社の小山社長が上海証券取引所のドラを打ち鳴らしているが、当社が中国でいかに高く評価されているかは、1999 年に小山社長が浙江省寧波市の名誉市民の称号を受賞していることから分かる。上場後の 2004 年 8 月には、トヨタ自動車の中国進出に対応し、東睦の子会社を設立するなど、上場で調達した資金が直ちに利用されていることも伺える。当社のケースは、まさに中国で産んだ「子」が「親」を追い抜いたケースと形容できよう。

IV 今後の展望

1. 中国政府のスタンス

中国の商務部は、外資導入政策の観点から現地進出の外商投資企業の国内上場を支援してきているが、中国の金融当局としては、自国の資本市場の活性化、資本取引の段階的自由化、国内の余剰資金の活用という観点から、外資系企業の国内上場の研究を進めてきている。中国人民銀行（中央銀行）上海本部の国際金融市場分析グループが 2005 年から発行し始めた『国際金融報告』では、過去 3 年にわたり、株式発行に関し、①新規上場企業の A 株と H 株¹⁵の同時上場、②H 株企業の国内での A 株発行、③レッドチップ企業¹⁶の国内での A 株発行、④外商投資企業の A 株発行、⑤海外企業の A 株発行、⑥中国預託証券（CDR：Chinese Depositary Receipt）の開発、を提言している。

証監会は、第一章で取上げた第三回 SED の合意事項も踏まえ、外資系企業の A 株上場

¹⁴ 2004 年 11 月 11 日付日経産業新聞。

¹⁵ 外国人投資家を対象に募集し海外の取引所に上場している株式のうち、香港に上場している株式を指す。

¹⁶ 香港設立の中国系企業。

を推進するスタンスに変わりはない。2008年1月に証監会が開催した全国証券期貨¹⁷監督管理工作会議では、2008年の重点取り組み事項の一つとして上場企業の質・量の向上を掲げ、具体策の一つとして「レッドチップ企業・その他海外企業のA株上場の研究と推進」を挙げている。特にレッドチップ企業の国内上場は、これまで海外に上場してきた中国系企業の国内回帰を促すという流れの中に位置づけられている。

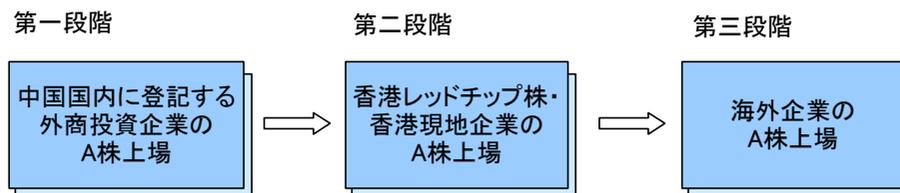
最近の現地報道¹⁸や証券会社へのヒアリングによると、証監会は、今後の段取りとして、既に実現している外商投資株式会社による国内上場の次は、レッドチップ企業の国内上場（CDRを含む）を検討・実現し、その後に海外企業のA株上場を実現すべきという方針を固めている模様である（図表13）¹⁹。但し、レッドチップ企業にせよ海外企業にせよ、証監会は実現に向けた具体的スケジュールは設定していない。

レッドチップ企業の国内上場にあたっては、クリアすべき課題もある。これは、海外企業の国内上場でも直面する課題とも共通しているといえる。例えば、資本金が新証券法が求めるA株上場企業の最低資本金3,000万元を超えていない場合の取り扱い、資本金の人民元への換算方法、海外と中国とで会計基準や会計年度が異なる場合の取り扱いなどが指摘されている²⁰。関連法令の調整や整備が必要であろう²¹。

2. 日系企業の上場予備軍

今後の日系企業の動向についてはどのように見ておけばよいだろうか。二つの可能性が考えられる。

図表13 外資系企業のA株上場の方向性



（出所）各種報道、海通証券より野村資本市場研究所作成

¹⁷ 「期貨」とは「先物」の意。

¹⁸ 2008年3月4日付及び同年5月6日付中国証券報。

¹⁹ CDRはまだ解禁されていない。

²⁰ 2008年2月1日付中国証券報。外資系企業が現地に持株会社（傘型公司）を設立している場合、発行体としての要件を整理する必要もあろう。

²¹ 他に上場候補企業としては、2007年から上場企業に義務付けられている国際会計基準の適用や、2008年に入り強化されている上場審査の際の環境審査基準の達成などの課題をクリアしていく必要がある。後者の環境審査については、2008年2月25日、国家環境保護総局（当時、現・環境保護部）は、環境負荷の高い業種の企業が新規上場や増資を証監会に申請する場合、同総局の審査に基づく同意書が必要になることを明らかにしている。環境審査の対象業種は、火力発電、製鉄、セメント、電解アルミ、冶金、化学工業、石油化学、石炭、建材、製紙、醸造、製薬、発酵、繊維、皮革、鉱業となっている。

1) 中堅企業による現地上場

一つは、陸特殊金属に代表されるような中堅企業による現地上場である。セットメーカーなど取引先の中国大陸への進出や少子高齢化などによる日本国内の市場の縮小見通しにより、中堅企業が海外進出する場合、社運をかけているといっても過言ではない。その場合、現地での徹底した低コスト生産を実現するために、原材料の現地調達に加え、設備投資資金の現地調達のニーズは引続き強いものと思われる。日本の親会社にしても、事業の実体が事実上海外にあり、日本から追加で現地に資本投下する余力がない場合は、ますます現地での資金調達を考えていかざるを得ないだろう。また、前述の金融引締めにより、銀行借入以外の資本市場での調達手段確保に向けたニーズは着実に高まってきているといえよう。その際の現地資金の調達先は、メインボードに加え、現在、中国政府が 2008 年上半期にも設立の準備を進めている創業板（新興市場）の可能性もあろう²²。

当該企業がもし大陸だけではなく香港でも事業を行っている場合は、香港での上場という選択肢もあろう。香港取引所での中堅企業の上場については既に具体的な事例がある（図表 14）。一つは、1996 年 2 月 5 日、日本国内で「サッポロ一番」を製造・販売していることでも有名なサンヨー食品株式会社が出資した台湾の頂益持株有限公司が上場したケースである。上場会社は 2002 年 7 月に康師傅持株有限公司に社名変更しているが、当社の即席めんは中国国内でトップシェアを誇っている。もう一つは、2007 年 3 月 30 日、中国で熊本ラーメン店「味千」（あじせん）を展開する味千（中国）持株有限公司が上場したケースである。当社の親会社は重光産業株式会社で、新規出店や食品加工施設の建設などに必要な資金として 16 億香港ドル（約 240 億円）を調達した。両公司ともに、日本では未上場でありながらも海外で上場したケースとして注目を集めた。

図表 14 日系企業の香港上場の事例

上場会社名	上場日	上場区分	業種	日本側親会社	PER (倍)	時価 (香港ドル) (邦貨:億円)	主幹証券会社
康師傅持株有限公司 (Tingyi (Cayman Islands) Holdings Corp.)	1996年2月5日	メインボード	食品	サンヨー食品株式会社 (工場は群馬県前橋市)	34.30	52,198,508,062 7,386	-
	(補足) ・1988年から中国大陸への投資を行う台湾系の頂新集団が1991年に立ち上げた頂益持株有限公司が母体。 ・1992年に「サッポロ一番」を展開するサンヨー食品(日本では未上場)が資本参加(33.14%を取得)。 ・即席めんでは中国国内のシェア1位で、台湾市場への逆進出もスタート。 ・2002年7月に現在の社名に変更。康師傅は「カンシーフ」と呼ぶ。						
味千(中国)持株有限公司 (Ajisen China Holdings Ltd)	2007年3月30日	メインボード	食品	重光産業株式会社 (熊本県熊本市)	38.50	9,279,600,000 1,313	Cazenove Asia Limited (JPモルガン系)
	(補足) ・「味千ラーメン」を展開する重光産業株式会社は、1995年に北京に一号店(合弁)、1996年に香港に一号店(合弁)を出店。 ・同会社は、中国、香港におけるフランチャイズ権を有し、2007年3月に香港上場。(親会社は日本では未上場。) ・中国国際金融(香港)(モルガンスタンレー系)、三菱UFJ証券(香港)が引受副主幹事として参加。						

(注) 1. PER は 2007 年度、時価は 2008 年 6 月 11 日現在。
 2. 邦貨換算については、1 香港ドル=14.15 円として計算した。
 (出所) 各社資料、各種報道より野村資本市場研究所作成

²² 2007 年 12 月 1 日、商務部外国投資管理司：林哲瑩司長は、中国国内で開催された第 6 回中小企業資金調達フォーラムで、同部が外資系企業の中国本土での資本市場への進出を歓迎するとして上で、特に近く開設される創業板（新興市場）への外資系企業の上場に向け、証监会や上海・深圳の両取引所との連携を強化すると発言している。

2) 大手企業による現地上場

もう一つは、現地で多数の従業員を抱える大手企業による現地上場である。中国では、企業所得税の統一（外資優遇税制の廃止）、最低賃金の引き上げ、労働契約法の施行に代表される労働者の権利強化、インフレ、人民元の上昇、環境保護の強化など、近年にない投資環境の変化により事業コストが上昇する傾向にある。このため、各社の現地進出拠点では、現地化によるコスト低減を追求するとともに、労働生産性の向上が重要な経営課題となっている。労働生産性の向上のためには、福利厚生も含めた魅力的な職場作りや労働インセンティブの確保が必要であり、現地企業従業員による自社株の取得も一つの有力な選択肢となろう。現地従業員による自社株取得の仕組みとしては、日本の親会社株の取得も考えられるが、現在の中国の資本規制では、個人による海外株の直接取得は解禁されていないため、現地で上場した自社株を持株会やストックオプションの形で従業員に取得させる方法が考えられよう²³。また、今後中国預託証券（CDR）が解禁されれば、外商投資企業の従業員が海外の親会社の上場株式を CDR を通じて取得できる道も開けよう。その意味で、レッドチップ企業の中国国内での CDR 発行は、外商投資企業にとっても重要な布石となろう。

外資による対中直接投資も一定程度蓄積し、今後いつそう現地化を進めていく中で、短期的は足元の金融引締めへの対応、中長期的には資本市場の活用という観点から、銀行融資以外の資金調達へのアクセスがどのように確保されていくのか、中国の関係当局と企業・金融機関の動きが引き続き注目される。

²³ 前述の経済産業省による海外現地法人四半期調査によれば、香港を含む中国の現地法人の従業員数は、直近の平成 19 年（2007 年）12 月末で 111 万 2,799 人としている。