

## 米中上場摩擦の激化回避と中国企業の海外上場を巡る動き

関根 栄一

### ■ 要 約 ■

1. 2022年12月15日、米国公開会社会計監督委員会（PCAOB）は、米国に上場している中国企業の監査状況を検査するための全面的なアクセス権を得たと発表した。同発表により、米国市場に上場する中国企業 262 社（2022年9月末時点）のうち、2020年に成立した外国企業説明責任法（HFCAA）に基づき、米国証券取引委員会（SEC）の上場廃止警告リストに計上されていた 172 社（2022年12月5日時点）の上場廃止リスクが条件付きながら回避され、約2年7ヵ月にわたった米中上場摩擦に伴う混乱がひとまず終了した。
2. PCAOBによる上記アクセス権は、2022年8月26日、米国側では PCAOB、中国側では中国証券監督管理委員会（証監会）及び中国財政部の三者が締結した会計監査面の協力覚書に基づくものである。PCAOBからは、米国上場の中国企業の監査状況を独自に調査できると認識されている。
3. 米中上場摩擦の発端となった HFCAA とその最終規則の下では、中国企業と名指しはしていないものの、PCAOBによる監査を完全に実施できない企業を、SECが委員会指定企業に指定し、3年連続で指定された企業の証券は、米国の取引所での取引が禁止されることとなる。
4. 米国当局の動きに対し、2021年7月、中国当局は、海外上場の中国企業が保有する個人情報等の海外流出を規制する動きを見せ始めた。また、同年12月、中国当局は、個人情報等の適切な管理を条件とした中国企業の海外上場審査制度の見直しに着手した。一方で、中国企業がストックコネクトを活用して欧州で資本調達する仕組みを整備するとともに、香港市場での中国企業の重複上場・新規上場を進めた。
5. 2022年12月に証監会が開催した2023年の政策を決定する会議では、資本市場の開放に関し、米中間での会計監査面での協力体制をさらに整備し、中国企業の海外上場制度改革を着実に実施する方針を打ち出し、2023年2月に関連法令も公布された。中国企業の海外上場自体が今後どうなるのか、また海外上場できない場合に中国企業がどのように対応するのかが注視される。

野村資本市場研究所 関連論文等

・関根栄一「中国共産党第20回党大会の政治報告から見る金融・資本市場の改革・開放の方向性」『野村資本市場クォーターリー』2023年春号。

## I 米中上場摩擦の激化回避

### 1. 条件付きでの中国企業の米国上場維持の容認

2022年12月15日、米国公開会社会計監督委員会（Public Company Accounting Oversight Board、略称PCAOB）は、米国に上場している中国企業の監査状況を検査するための全面的なアクセス権を得たと発表した。PCAOBとは、2002年に「上場企業会計改革及び投資家保護法」（サーベンス・オックスリー法）に基づき設置された非営利法人であり、上場会社を監査する監査事務所（監査法人を含む）の登録や、監査事務所に対する検査を行う権限を有しており、米国上場企業の監査を担当する監査事務所を定期的に検査している。米国上場の海外企業も検査対象となるため、世界で50以上の国・地域の監査法人を検査しているが、米国証券取引委員会（SEC）は、中国本土と香港の各当局が、PCAOBの検査に協力していないことを問題視する一方、中国当局は国家安全保障にかかわる情報が流出しかねないとしてPCAOBによる監査法人への検査を拒んできた。このため、米中の関係当局は、PCAOBによる中国企業の監査情報へのアクセス権について協議を進め、その結果、2022年8月26日、米国側ではPCAOB、中国側では証券行政を担当する中国証券監督管理委員会（証監会）及び会計基準作り・会計監査制度を担当する中国財政部の三者が、会計監査の管理監督に関する協力覚書を締結した<sup>1</sup>。今回の協力覚書に基づき、PCAOBの担当者は、同年9～11月に国際的な監査法人のKPMGの中国法人とプライスウォーターハウスクーパーズ（PwC）の香港法人に試験的な検査を実施した<sup>2</sup>。

米国では2020年に成立した（後述の）「外国企業説明責任法」に基づき、PCAOBによる監査を完全に実施できない企業を、SECが「委員会指定企業」（Commission-Identified Issuers）として指定している。委員会指定企業に3年連続で指定された企業の証券は、米国の取引所での取引が禁止されることになっていた。しかし、上記のPCAOBの発表により、米国市場に上場する中国企業262社（2022年9月末時点、米中経済・安全保障調査委員会資料）のうち、外国企業説明責任法に基づき、SECの上場廃止警告リストに計上されていた172社（2022年12月5日時点）の上場廃止リスクが条件付きながら回避され、約2年7ヵ月にわたった米中上場摩擦に伴う混乱がひとまず収束した。同時に、米国上場の中国企業に投資するファンドにとっても、上場廃止に伴う売却リスク、最悪の場合はファンドの清算リスクを当面は回避できることとなった。

<sup>1</sup> 中国証券監督管理委員会「中国证监会、財政部与美国监管机构签署审计监管合作协议」2022年8月26日。  
<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c5572328/content.shtml>>

<sup>2</sup> 「米当局、中国企業の監査確認可能に 上場廃止リスク低下」『日本経済新聞』2022年12月16日。

## 2. 協力覚書の内容

### 1) PCAOB の発表内容

協力覚書の内容について、PCAOB は、2022 年 8 月 26 日に公表したファクトシートの中で、以下の通り説明している<sup>3</sup>。

第一に、PCAOB は、中国当局と協議したり、中国当局の意見を聞いたりすることなく、検査・調査を行う企業・その顧客を選定する独自の裁量権を持つ。

第二に、PCAOB の検査官・調査官は全ての情報が含まれた完全な監査調書を閲覧することができ、また必要に応じて情報を保持するための手続きを整備する。

第三に、PCAOB は、中国本土及び香港の監査法人の社員に直接聞き取り調査を行い、証言を得ることができる。

第四に、PCAOB は、取得した情報を SEC に報告でき、SEC は同情報を行政上または民事上の執行措置を含む全ての SEC の業務上の目的のために用いることができる。

### 2) 証監会の発表内容

これに対し、証監会は、協力覚書を「米中双方が共同で管理監督する監査法人に対する日常検査・法執行を行うために確立した協力メカニズム」とであると定義した上で、その内容を以下の通り説明している<sup>4</sup>。

第一に、対等の原則を確立したとしている。覚書の内容は米中双方を同等に拘束するものであり、双方が法定上の職責に基づき、相手方の管轄地域内の監査法人に対し検査・調査を行う場合、検査・調査を求められた方は、法令の許す範囲で、十分な協力・支援をできるだけ提供する。

第二に、協力の範囲を明確にしたとしている。協力の範囲には、相手方が監査法人への検査・調査を行う場合の協力・支援が含まれる。そのうち、中国当局が提供する協力・支援の範囲には、一部の中国概念株向けに監査サービスを提供し、かつ監査調書を中国本土に保管している香港の監査法人も含まれる。

第三に、協力方法を明確にしたとしている。米中双方は、事前に、検査・調査活動について意思疎通・協調を行い、米国当局は中国当局を通じて監査調書等の文書を取得しなければならず、中国当局の参画及び協力・支援の下で監査法人の関係者への面談や質問を行わなければならない。

前述のうち、中国概念株とは、「中国国内に収入源があるものの中国国外で上場している中国企業株」を指している。逆に、米国企業が中国本土で上場しているケースは原則ないことから、監査法人への検査・調査は、米国当局が行うものが中心となるため、双方向の内容となるよう、中国当局としても交渉に腐心したものと考えられる。

<sup>3</sup> PCAOB, "PCAOB Agreement with China on Audit Inspections and Investigation," August 26, 2022.

<sup>4</sup> 中国証券監督管理委員会「中国证监会有关负责人就签署中美审计监管合作协议答记者问」2022年8月26日。  
<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c5572300/content.shtml>>

## Ⅱ 米中上場摩擦の経過

### 1. 米中上場摩擦の発生（2020年）

#### 1) 米国上場廃止となったラッキンコーヒーの事例

米中上場摩擦の発生は、米国上場の中国企業の財務諸表の粉飾疑惑がその背景にある。代表的なケースが、中国カフェチェーン大手のラッキンコーヒーである。

同社は、2017年10月に創業された新興企業で、2018年1月に北京に第1号店を出店以来、2年余りで中国全国において4,500店舗を展開し、米スターバックスの店舗数を上回るまで急拡大した。この間、2019年5月には米ナスダックへの上場を果たし、当時の開示資料では、赤字は出しながらも、売上高は四半期ごとに拡大していた。ところが、2020年4月2日、同社は、2019年12月期に経営幹部主導による架空売上高の計上といった会計不正があったと発表した。ナスダックは、同年5月と6月に同社に対する上場廃止通告を出し、最終的に6月29日に上場廃止となった。

#### 2) 「外国企業説明責任法」の成立

ラッキンコーヒーの上場廃止が発覚した直後の2020年5月20日、米国上院は「外国企業説明責任法」（Holding Foreign Companies Accountable Act、略称HFCAA）を採決した。同法は12月2日に下院でも採決され、12月18日にトランプ米大統領（当時）が署名し発効した。会計不正のみならず、米中貿易摩擦を背景に中国企業への警戒感が米国国内で高まる中、同法は、中国企業と名指しはしていないものの、米国市場に上場する外国企業を対象に、第一に外国政府の支配下でないことを証明すること、第二にPCAOBによる監査状況の点検を3年間連続で拒んだ場合、米国内取引所での証券取引を停止すること、を求めた。

上院での採決後の2020年5月24日、証監会は声明を発表し、第一に証券分野の管理監督業務に政治的な要素を持ち込むことに反対する、第二に中国政府は2017年に中国監査法人1社へのPCAOBによる試験調査を支援した、第三に2019年以来、PCAOBに対し中国監査法人への共同調査案を何度も提案している、と反論した<sup>5</sup>。また、同法には、1つ目に上場外国企業が外国政府による所有や支配下でないことの証明を求める規定、2つ目に取り締役会にいる共産党員の氏名や共産党規約が企業の定款に盛り込まれているかどうか等を開示する規定、が盛り込まれていることから、同年12月4日、証監会は、「上場中国企業への差別性は明らかであり、証券業の管理監督

<sup>5</sup> 中国証券監督管理委員会「中国证监会有关部门负责人就美国国会参议院通过《外国公司问责法案》事宜答记者问」2020年5月24日。

<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1000774/content.shtml>>

の専門的観点から考慮すべきで、管理監督事項の政治問題化に反対する」との声明を出した<sup>6</sup>。

### 3) 米大統領による中国企業上場の見直し検討指示

2020年6月4日には、トランプ米大統領（当時）が、米国の株式市場に上場する中国企業が投資家に及ぼすリスクを協議するための作業部会を設置する覚書に署名した。作業部会は、財務長官を筆頭に、連邦準備制度理事会（FRB）議長、SEC委員長、商品先物取引委員会（CFTC）委員長らから構成されており、今後60日以内に、米国証券取引法の規定に従わない上場企業等から投資家を保護するための方策を大統領に報告することとなった。覚書では、PCAOBへの調書提出は、全ての米国での上場企業に義務付けられているものの、中国概念株について、中国の規制当局の事前承認がない限りPCAOBへの監査調書の提出ができない点を、投資家保護の観点から問題視した。

その後、同年8月6日、米国財務省は、上記覚書に基づき報告書を大統領に提出し、SECに対し中国を含む「非協力的管轄地域」（Non-Cooperating Jurisdictions、略称NCJ）に拠点を置く企業（NCJ企業）による米国証券取引所への上場に関して、計5点を求めた。そのうちの1つ目が、上場企業の監査調書へのPCAOBによるアクセスを厳格に運用することで、上場済み企業による新基準の順守期限は2022年1月1日まで猶予し、新規上場企業に対しては、新基準が有効となった時点で即時に適用するとした<sup>7</sup>。

これに対し、2020年11月20日、証監会は声明を再度発表し、第一に中国企業は米国市場での上場の際し、米国の法令や規則を順守して財務諸表の作成と情報開示を行ってきている、第二に同年8月4日、中国の監督当局はPCAOBに対し、中国監査法人への共同調査案（第4版）を提案している、とコメントした<sup>8</sup>。

## 2. 上場摩擦に対する米中当局の動き（2021年）

### 1) 中国当局による自国企業の海外上場審査強化規制

2021年7月2日、中国共産党インターネット安全情報化委員会弁公室は、（同年6月30日にニューヨークに上場した）配車サービス大手の滴滴出行に対し、「国家安全法」と「サイバーセキュリティ法」に基づき、国家安全上の理由で審査を始めた

<sup>6</sup> 中国証券監督管理委員会「中国证监会有关部门负责人就美国国会众议院通过《外国公司问责法案》事宜答记者问」2020年12月4日。

<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1444748/content.shtml>>

<sup>7</sup> Department of The Treasury, “President’s Working Group on Financial Markets: Report on Protecting United States Investors from Significant Risks from Chinese Companies PCAOB Agreement with China on Audit Inspections and Investigation,” July 24, 2020.

<sup>8</sup> 中国証券監督管理委員会「中国证监会有关部门负责人就中美审计监管合作事宜答记者问」2020年11月20日。

<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1444766/content.shtml>>

発表した。7月4日には、滴滴出行のアプリで個人情報の収集と利用に関する重大な法律違反を確認し、アプリの新規ダウンロードを禁止し、16日には、関係7部門が同社への立ち入り調査を発表した。また、同年7月5日、雇用サービス大手のBOSS直聘及び貨物配車サービス大手の滿幫集団に対し、国家安全上の理由で審査を始めたと発表した。

続いて、同年7月6日、国務院・中国共産党中央弁公庁は連名で「法に基づき証券違法行為を取り締まる意見」を公表し<sup>9</sup>、海外上場の中国企業について、国境を越えるデータの流通や機密情報の管理に関する法律・規制を整備するほか、証券法の域外適用の制度を確立するとした<sup>10</sup>。

さらに、同年7月10日、国家インターネット情報弁公室は、100万人以上の利用者の個人情報を保有する中国企業が海外上場する場合、事前審査を義務付ける「ネットワーク安全審査弁法」の改正案のパブリックコメントを実施した。国家安全上の視点から「重要な情報インフラやデータ、大量の個人情報が外国政府による影響や管理、悪用にさらされるリスク」等を判断することとなる。また、（当局内で意見不一致の場合の）「特別審査」期間について、45日以内に終了から3ヶ月以内に延長した。さらに、審査の対象に、重要なデータや個人情報が流出し「外国政府に掌握され、悪用されるリスク」を明記した。改正案は、2022年1月4日に公布され、同年2月15日に施行された<sup>11</sup>。中国企業の海外上場に当たり、中国本土からの越境データ移転が発行体・当局ともに適切に管理されることが新たな条件として付加されることになった。

## 2) SECによる中国企業に対する情報開示強化要求

2021年7月30日、SECは、米国上場を計画している中国企業の審査を厳格化すると発表した。SECは、中国当局の海外上場許可の有無を確認するほか、規制を迂回して海外に上場する仕組みである「変動持分事業体」(Variable Interest Entities、略称VIE)スキームについて、目論見書でリスクを明示するよう求めている。ここで言うVIEスキームとは、情報通信産業への中国政府による外資導入規制を回避するため、海外のSPC(特別目的会社)経由で、中国国内に100%出資の子会社である外資独資企業(The Wholly Foreign Owned Enterprise、略称WFOE)を設立し、同子会社が中国国内の企業と諸契約を結ぶ形で、外国人投資家が配当等実質的な株主と同等の権利を享受するスキームで、このSPCが海外での上場主体となる(図表1)。

<sup>9</sup> 中国証券監督管理委員会「中共中央办公厅 国务院办公厅印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》」2021年7月6日。

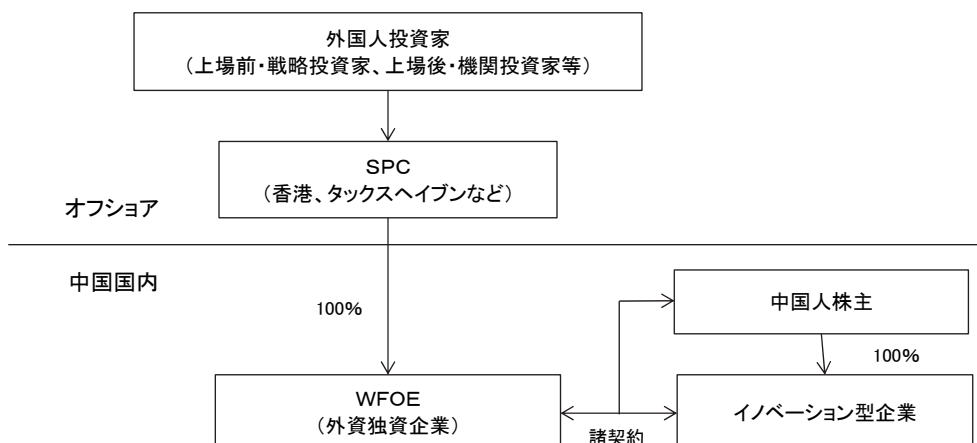
<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c29f88fa2a6aa41d78eeb0ef476ce7010/content.shtml>>

<sup>10</sup> 2021年7月30日、中国共産党政治局会議は「企業の海外上場への監督管理制度を整備する」と決定した。

<sup>11</sup> 国家インターネット情報弁公室「网络安全审查办法」2022年1月4日。

<[http://www.cac.gov.cn/2022-01/04/c\\_1642894602182845.htm](http://www.cac.gov.cn/2022-01/04/c_1642894602182845.htm)>

図表 1 VIE（変動持分事業体）スキームの概要



（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

同年8月1日、証監会は、SECの上記方針に対し、「両国で適切な解決案を探るべきだ」とする声明を発表した<sup>12</sup>。

### 3) HFCAAの最終規則公表

2021年12月2日、SECは、2020年に成立したHFCAAに基づき、米国の証券取引所に上場する外国企業に対する情報開示義務に関する最終規則を発表した。同規則に基づく手続きの骨子は、以下の通りとなる。

第一に、SECは、外国の司法管轄域内にあり、かつ同域内の当局の方針によりPCAOBが審査を完了できない企業を「委員会指定企業」に指定し、指定継続年数とともにウェブサイトで公開する。指定を受けた企業は15日以内であれば不服申し立ての機会が与えられる。

第二に、委員会指定企業は、外国政府機関による株式保有率や、外国政府機関が当該企業に関する財務面での支配権を有しているか、中国共産党の幹部が取締役である場合はその氏名、及び定款に中国共産党に関する条項が含まれているかといった情報をSECに提出することが求められる。

第三に、SECは委員会指定企業としての指定が3年継続した企業に関して、SECの管轄権が及ぶ証券市場での証券取引を速やかに禁止する。委員会指定企業が禁止を解くには、PCAOBが審査可能と認めた監査法人を利用することを証明する必要がある。ただし、禁止が解けた後に、再度、委員会指定企業に指定された場合、SECは最低5年間、当該企業の証券取引を禁止する。

<sup>12</sup> 中国証券監督管理委員会「证监会新闻发言人答记者问」2021年8月1日。  
<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/ccda6e1232054477da35085bf4add09a3/content.shtml>>

以上の最終規則の発表に対し、12月17日、証監会は、「米中の監督当局は監査の管理監督協力について協議中であり、双方の管理監督の必要を満たす協力方法は必ずある」とする声明を発表した<sup>13</sup>。

### 3. 海外上場に対する中国当局・企業の対応（2021年末以降）

#### 1) 中国当局による海外上場制度の整備と海外管理監督当局との協力

HFCAA の最終規則が公表され、米国上場の中国企業への HFCAA の執行リスクが高まる中で、中国当局による海外上場制度の整備に向けた動きが出てきた。一つ目が、データ管理規制等に対応した制度の整備である。2021年12月24日、証監会は「国内企業の海外での証券発行・上場に関する国务院の管理規定（案）」と「国内企業の海外での証券発行・上場登録に関する管理弁法（案）」を公表し、2022年1月23日までパブリックコメントを募集した<sup>14</sup>。両案のポイントは、以下の通りとなる。

第一に、国内企業の海外上場は、直接上場・間接上場を問わず、統一的に登録管理がなされる。第二に、証監会は両案以前のルールで海外上場した案件に対して、遡及して適用は行わず、新規上場及び既存上場企業の増資から適用される。第三に、特定分野の業種の場合、企業は証監会に登録申請を行う前に、同分野の主管部門から管理監督上の意見を聴取しなければならない。また、企業は、外商投資（外資導入）、ネットワーク安全、データ安全等国家安全に関する法令に基づき、証監会に登録申請を行う前に、同審査を受けなければならない。そのため、証監会は、国内企業の海外上場に関して部門横断的な管理監督メカニズムを確立する。第四に、VIEスキームの採用に基づく上場に関しては、国内の法令順守を前提に、登録申請した後に実行することが可能である。第五に、証監会は、海外の管理監督当局との登録情報の通報メカニズムの確立と情報共有メカニズムの強化、クロスボーダーの管理監督面での法執行協力・違法行為の共同取り締まりメカニズムの強化、会計監査面でのクロスボーダー協力の積極的推進を行う。

見直し後の海外上場ルールでは、証監会は、登録申請を受付後、20営業日以内に通知を交付することになっているものの、2022年1月4日に国家インターネット情報弁公室等13部門が公布した「ネットワーク安全審査弁法」では、前述の通り、100万人以上の利用者の個人情報保有する中国企業が海外上場する場合、事前審査を義務付けており、証監会への申請前の審査が必要となっている。併せて、主幹事になる海外証券会社も、業務開始後10営業日以内に証監会への登録が必要となっている。上記両案はまだ正式に公布されていないものの、2022年は米国で中国企業による米国預託証券（ADR）が5本、普通株が12本、それぞれ発行されている。発行体の業

<sup>13</sup> 中国証券監督管理委員会「中国证监会相关部门负责人就美国监管机构有关动向答记者问」2021年12月17日。  
<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1657004/content.shtml>>

<sup>14</sup> 中国証券監督管理委員会「证监会就境外上市相关制度规则公开征求意见」2021年12月24日。  
<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1662226/content.shtml>>



種は、医療、ハイテク、教育、素材等で、個人情報を大量に扱うプラットフォームは含まれていない。

## 2) スtockコネクトを活用した資本調達動き

中国当局による海外上場制度の整備に向けた動きの二つ目が、上海・ロンドンストックコネクトを、中国本土では上海に拡大し、欧州ではスイス・ドイツといった他国にも拡大する中国本土・欧州ストックコネクトの創設とも言えるものである。

当初、中国本土ー香港間以外で新設された上海・ロンドンストックコネクトの場合、2018年10月12日、証監会は「上海・ロンドン証券取引所による市場相互接続預託証券業務監督管理規定」を公布し（即日施行）、2019年6月17日、①華泰証券のグローバル預託証券（Global Depositary Receipt、略称GDR）がロンドンに上場した。他に、②中国太平洋保険、③明陽智慧能源（メイヨウ・スマート・エネルギー）、④長江電力、⑤国投電力（SDICパワー・ホールディングス）が2020年10月までにGDRを発行している。

HFCAAの最終規則が公表された直後の2021年12月17日、証監会は、上記規定の名称を「国内外の証券取引所相互接続預託証券業務監督管理規定」に変更した新規定案を公表し、パブリックコメントを募集した。その後、2022年2月11日、正式に公布した（即日施行）<sup>15</sup>新規定では、これまでの上海・ロンドンストックコネクトをベースに、第一に中国国内では深圳証券取引所を追加し、第二に国外ではスイス・ドイツも売買市場に追加し、第三に海外発行体が中国国内で資金調達を行うことを容認した。また、新規定に対応し、上海・深圳証券取引所は、中国本土の個人投資家の預託証券業務への参加条件引き下げ（保有資産300万元以上を50万元以上に変更）を行っている。中国本土・欧州ストックコネクトでは、2022年7月28日に第一陣として、①格林美（GEM社、電池メーカー）、②国軒高科（車載電池大手、独VWも出資）、③科達製造（建材メーカー）、④杉杉（服飾メーカー）の4社がGDRを発行した。その後、同年内に、⑤樂普医療器械（医薬・医療機器メーカー）、⑥健康元（医薬メーカー）、⑦欣旺達電（サンウォーダ・エレクトロニック、リチウムイオン電池メーカー）、⑧巨星科技（工具メーカー）、⑨東方盛虹（化学繊維メーカー）の5社がGDRを発行している。また、2023年1月20日時点でWind資詢から取得したデータによると、中国企業23社にスイスでのGDR発行計画がある<sup>16</sup>。

<sup>15</sup> 中国証券監督管理委員会「证监会发布《境内外证券交易所互联互通存托凭证业务监管规定》」2022年2月11日。

<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1885444/content.shtml>>

<sup>16</sup> Wind資詢には登録されていないが、2023年1月11日、ワクチン製造の康希諾生物（カンシノ・バイオロジクス）がスイスでのGDR発行計画を発表している。同社は、世界初の吸入型の新型コロナウイルスワクチン「コンビデシア・エア」の開発を行っていることでも知られており、今回のGDR発行計画を、グローバルな資金調達チャネルを拡大し、国際的なブランド力とイメージの向上に資するものと位置付けている。

### 3) 中国国有企業の米国上場廃止

2021年8月2日、バイデン米大統領が国家安全保障上の懸念を理由として中国企業59社に対する証券投資の禁止を命じた大統領令が発効した<sup>17</sup>。2022年6月3日以降、売買が禁じられた。米国民及び企業は、指定先への新規投資（株式、債券）に加え、上場投資信託（ETF）等を通じた間接投資も原則禁止となる。トランプ前大統領は、2020年11月12日、中国軍とつながりがあると判断した中国企業31社について、米国民及び米企業による中国軍関連企業への新規投資を2021年1月11日から禁止し、既保有分については同年11月11日までに売却を求める大統領令に署名していた。株式保有禁止企業は計44社となっていたが、バイデン政権は人権侵害を助長する監視技術関連企業等にも範囲を拡大した。

前述のうち、トランプ前大統領時代に2021年1月11日付で発効した大統領令に基づき、ニューヨーク証券取引所（NYSE）は、中国国有通信会社の中国移動（チャイナ・モバイル）、中国通信（チャイナ・テレコム）、中国聯通（チャイナ・ユニコム）の上場を廃止した。これらの三社のうち、既に上海で上場していた中国聯通を除き、中国電信は2021年8月20日に、中国移動は2022年1月5日に、それぞれ上海で上場している。また、トランプ前政権時の大統領令により、2021年にNYSE上場を廃止していた中国海洋石油集団の香港上場子会社である中国海洋石油は、2022年4月21日、上海に重複上場した。

続いて、SECにより「委員会指定企業」に指定されていた中国石油天然気（ペトロチャイナ）、中国人寿保険、中国石油化工（シノペック）、中国アルミ業、中国石化上海石油化工の国有5社は、2022年8月12日に米国に上場する預託証券（ADR）の廃止を申請すると発表した。いずれも既に香港や上海に上場しているものの、HFCAAに基づく上場廃止リスクを予め回避するための動きと見られる。これらの中国国有企業の米国上場廃止の動きが、発行体や投資家の懸念を強め、2022年8月26日の会計監査面での米中合意につながったとも考えられる。

2022年8月の中国国有企業5社の米国上場廃止の動きの後、残っていた中国南方航空、中国東方航空の国有2社も、2023年1月19日には米国上場廃止の意向を明らかにしている。

### 4) 米中上場摩擦激化中の中国企業の三つの対応

2020年5月のHFCAAの米国上院での採決、2021年12月の最終規則の公表、2022年5月のPCAOBが監査できない上場企業の暫定リスト88社の公表から、同年8月の会計監査面での米中合意まで、中国企業の対応は主に以下の三つに分類できよう。

<sup>17</sup> White House, “Executive Order on Addressing the Threat from Securities Investments that Finance Certain Companies of the People’s Republic of China,” June 3, 2021.

### (1) 香港での重複上場

中国企業への対応の一つ目が、米国での上場が困難になることを見据えた上で、香港で重複上場を行うことである。例えば、中国電子商取引（EC）最大手のアリババ集団の場合、2014年にNYSEに上場し、2019年11月には香港で条件の緩い「セカンダリー上場」をしていたが、2022年7月26日に香港証券取引所に「プライマリー上場」を申請すると発表した。香港でのプライマリー上場になると、同社が、中国本土・香港間ストックコネクト（サウスバウンド）の対象銘柄となる条件が整うこととなる。2021年12月には、中国版ツイッターの微博（ウェイボー）が香港に重複上場したケースがある（2014年4月にナスダック上場）。

### (2) 香港での新規上場

中国企業への対応の二つ目が、香港での新規上場である。情報通信系では、2021年12月に中国のゲーム大手の網易（ネットイース）が香港に上場したケースがある。なお、個人情報を大量に扱うプラットフォームが、今後、香港に上場しようとする場合、新たな審査手続きが必要になる可能性がある。2021年11月14日、国家インターネット情報弁公室は「ネットワークデータセキュリティ管理条例」の草案を公表し、同年12月13日までパブリックコメントを募集した。同条例案でも、100万以上の個人情報を保有するデータ取扱者が海外で上場する際には、当局によるサイバーセキュリティ審査を受けなければならないことを義務付けるとともに、データ取扱者の香港での上場においても、国の安全に影響し、または影響する可能性のある場合も、審査が必要と規定した。

重複上場にせよ、新規上場にせよ、中国企業株が香港市場全体に占める割合は、上場企業数の52.0%（2020年末）から53.2%（2021年末）に上昇している（図表2）。時価総額のシェアでは80.1%から78.9%に低下してはいるものの、中国本土色が強い市場であることに変わりはない。米中上場摩擦の再発に備え、中国当局としては、中

図表2 香港株式市場における中国株の存在感

		2020年末				2021年末				上場会社数 伸び率 (%)	時価総額 伸び率 (%)
		上場企業数 (割合: %)	時価総額 (百万香港ドル)	(割合: %)	上場企業数 (割合: %)	時価総額 (百万香港ドル)	(割合: %)				
メインボード	計	1,227	56.5	38,051,930	80.3	1,281	57.7	33,412,204	79.0	4.4	▲ 12.2
	H株	272	12.5	6,702,124	14.1	279	12.6	6,515,199	15.4	2.6	▲ 2.8
	レッドチップ株	172	7.9	4,505,415	9.5	170	7.7	4,922,478	11.6	▲ 1.2	9.3
	本土民営企業株	783	36.1	26,844,392	56.6	832	37.5	21,974,527	52.0	6.3	▲ 18.1
	メインボード全体	2,170	100.0	47,392,196	100.0	2,219	100.0	42,272,766	100.0	2.3	▲ 10.8
新興市場 (GEM)	計	92	25.0	21,067	16.1	87	24.6	21,558	19.9	▲ 5.4	2.3
	H株	19	5.2	2,500	1.9	17	4.8	2,274	2.1	▲ 10.5	▲ 9.1
	レッドチップ株	4	1.1	951	0.7	4	1.1	839	0.8	0.0	▲ 11.8
	本土民営企業株	69	18.8	17,615	13.5	66	18.7	18,446	17.0	▲ 4.3	4.7
	新興市場全体	368	100.0	130,823	100.0	353	100.0	108,381	100.0	▲ 4.1	▲ 17.2
中国株合計と香港市場全体 に占める割合		1,319	52.0	38,072,997	80.1	1,368	53.2	33,433,762	78.9	3.7	▲ 12.2

(出所) 香港証券取引所より野村資本市場研究所作成

国企業が引き続き香港で上場できる選択肢を用意しつつも、中国本土の発行市場を整備して、中国企業による株式発行の選択肢としても使える市場にしておく必要がある。

### (3) 中国本土での上場

そこで、中国企業の対応の三つ目が、中国本土での上場である。前述の国有企業以外に、新興市場の場合、株式発行登録制度を実験中の上海・新興市場（科創板）での新規上場の方法がある<sup>18</sup>。2019年に米国上場を廃止した中国の半導体受託生産最大手のSMIC（中芯国際集成电路製造）が2020年7月に上海・科創板上場したケースがある。

また、海外で上場した中国企業の中国本土での中国預託証券（Chinese Depositary Receipt、略称CDR）の発行といった方法もある<sup>19</sup>。証監会としては、2022年10月の中国共産党第20回全国代表大会（第20回党大会）で採択された政治報告での経済分野の方針に基づき、前述のGDRに加え、CDRも双方向で中国企業が活用できるようにしていく方針でもある<sup>20</sup>。

## III 結びにかえて

2022年8月26日の会計監査に関する米中合意により、条件付きで米国市場での上場維持が可能にはなったものの、今後も米国当局が政治的に上場規制を適用・発動する場面が想定されるため、中国企業としては、従来の香港市場に加え、ストックコネクトによって可能になった欧州市場での上場という選択肢も検討していくこととなろう。中国本土市場が選択肢に入るようになるためにも、自国企業が上場しやすい発行制度改革の推進と、外国人投資家が投資しやすい制度・市場環境を整備し、発行体にリスクキャピタルを提供する多様な投資スタイルを持つ機関投資家の育成も進めていく必要がある。

2022年12月中旬に開催された、翌年の中国政府の経済運営方針を決定する中央経済工作会議を踏まえ、証監会が開催した会議では、資本市場の開放に関し、第一に、米中間での会計監査に関する協力メカニズムを常態化し、協力の運用に更に安定性を加え、予見可能性のある国際的な管理監督面での協力環境を構築していく方針を示している<sup>21</sup>。第二に、中国企業の海外上場制度改革を着実に実施し、プラットフォーマーの海外上場に青信号を

<sup>18</sup> 2023年2月1日、証監会は、上海・新興市場（科創板、2019年7月22日より）、深圳・新興市場（創業板、2020年8月24日より）、北京証券取引所（2021年11月15日より）で実験的に導入されてきた株式発行登録制度を、メインボードにまで全面的に広げる株式発行制度改革案を公表し、パブリックコメントを募集した上で、同年2月17日に施行した。

<sup>19</sup> CDRの発行制度概要については、関根栄一「中国におけるイノベーション型企業向け上場制度改革」『野村資本市場クォーターリー』2018年秋号参照。

<sup>20</sup> 関根栄一「中国共産党第20回党大会の政治報告から見る金融・資本市場の改革・開放の方向性」『野村新市場クォーターリー』2023年春号。

<sup>21</sup> 中国証券監督管理委員会「中国证监会强调 坚决贯彻中央经济工作会议精神 更好服务经济整体好转」2022年12月21日。

<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c6920705/content.shtml>>

照らす事例を早めに作りたいとしている<sup>22</sup>。2021年12月24日に公表された海外上場制度改革案の確定と早期実施が市場関係者から期待されてきたところ、2023年2月17日、証監会は、「国内企業の海外での証券発行・上場管理に関する試行弁法」という名称に変え公布した（同年3月31日施行）<sup>23</sup>。続いて同年2月24日、証監会は、財政部、国家秘密保持局、国家档案局とともに、「国内企業の海外での証券発行及び上場に関連する秘密保持及び档案管理業務の強化に関する規定」を公布した（同年3月31日施行）<sup>24</sup>。

一連の海外上場制度改革では、個人情報の管理面等での中国企業の海外上場に関する関係部門の事前審査制度が設けられ、証監会への主幹事証券会社登録制度も設けられる等、新たな手続きが追加されている。このため、中国企業の海外上場手続きの全体像を明らかにし、審査基準に関する体系化・公開性を確保することも市場関係者から求められていよう。最終的には、中国企業の海外上場自体が今後どうなるのか、また海外上場できない場合に中国企業がどのように対応するのが注視される。

<sup>22</sup> 第一の点では、（ソニーも出資している）中国動画配信大手の Bilibili（ビリビリ）のナスダックでの ADR の追加発行や、第二の点では、既に NYSE での上場廃止を決定した配車サービス大手の滴滴出行（2023年1月16日より新規ユーザー登録措置が解除）の香港上場が、代表的な案件として注目されよう。

<sup>23</sup> 中国証券監督管理委員会「境外上市备案管理制度规则发布实施」2023年2月17日。

<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7124479/content.shtml>>

<sup>24</sup> 中国証券監督管理委員会、財政部、国家秘密保持局、国家档案局「【第44号公告】《关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定》」2023年2月24日。

<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101954/c7162474/content.shtml>>