

中国概念股の理論・歴史・現状

福 光 寛

目次

はじめに 中国概念股とは何か

1. 改めて中国概念股とは何か
2. 株式制度導入の原理的問題
3. 初期の法規制と海外上場
 - 3-1. 海外上場の開始から紅籌指引まで
 - 3-2. 海外上場開始以降のブームについて
4. 国有企業の海外上場の意義付け 経営効率改革論
5. 紅籌指引から高速発展期まで
 - 5-1. 政府の姿勢の頻繁な変化
 - 5-2. 紅籌指引の発布(1997年)
 - 5-3. 異議なし書簡の時代(2000-2003)
 - 5-3-1. 裕興事件と異議なし書簡
 - 5-3-2. 異議なし書簡時代の終わり
 - 5-4. 民営企業の海外上場
 - 5-4-1. 間接上場・買殻上場方式の優位
 - 5-4-2. 民営企業への着目と経営効率改革論の後退
6. 現状：外国為替管理局による規制強化(2005-)
 - 6-1. 規制回避の横行と規制強化(2005-2006)
 - 6-2. 海外上場の問題点の指摘
 - 6-3. ブームの解釈 中小企業金融の困難
 - 6-4. 注目される PE ファンド主因説

参考文献

はじめに 中国概念股とは何か

中国概念股とは、中国国外で上場している株式（股份 gu3fen4）についての中国語での呼称である。この言葉の用例は少なくとも1990年代からあるが、近年2010年から2011年にかけて、米国における中国企業の上場に関する報道（中国企業の津波のような大量上場 そして大量の退場という問題）でもこの表現が使われた。中国概念股については、この言葉が日本では十分認知されていないので、この言葉そのものを説明する必要がある。

すぐに理解してもらえないかもしれないが、中国概念股という言葉が意味しているのは外国人投資家にとっての中国株ということであり、逆に中国の側からすれば、外資を中国に導入する手段である。

理解を混乱させるのは、中国概念股を発行している会社は中国国内登記会社とは限らず、ケイマン、バミューダなど英国領租税回避地に設立された会社で、中国籍の会社ではないことが多いこと（中国企業はこの企業の上場で自身が上場したのと同じ効果を得ようとする。上場企業による株式発行を中国企業から見て間接発行と呼んでいる）である。この間接発行という呼び方は、日本では知られていない。また中国の企業で海外で登記するものが多数あることについては、一部では知られているものの、一般には知られていない。

なぜそうなっているかは、これから説明するが、発行会社の国籍を海外にすることは、中国企業にとってはメリットが考えられる。まず発行におけるメリットは、外国での発行ということで中国国内法から外れる（国内法の制約を外れる）こと、そして中国国内の規制を回避すること、などが考えられる。投資家にとってのメリットとしては「中国法」に従った会社よりも、英国領籍の会社の方が英米法にしたがっており安心できるという現実的理由が知られている。これらの論点については以下本文でも再度述べる。

ところで米国では上場会社に対する規制が増えて規制コストが上昇。上場会社数は規制コストを嫌って2000年代に入り減少した。そうしたなかで、中国民营企业の米国への大量上場が生じた点を旧稿(福光(2013a)(2013b))で明らかにし、それが矛盾に満ちた行動であることを強調した。当然その理由が解明される必要があるがしかし旧稿では、アメリカにおける中国概念股という視角による制約が多かった。その結果、アメリカでの中国企業の上場方式で主流となった買殻上場(买壳上市 mai3ke2shang4shi4: 既存の会社を殻として買い取って上場を果たす方式)に議論が偏り、その他の地域や国で上場されるものを含めた中国概念股の全体像や中国企業の行動についての私自身の関心は充分展開できなかった。

これに対して、本稿は、むしろ中国概念股そのものを扱い、その歴史や関係するさまざまな考え方を述べた。旧稿ではほとんど述べられなかった、中国における中国概念股に対する規制を詳しく紹介した。そして2005年以降、中国では中国概念股への規制が強まっていたことを明らかにした。ではなぜそうした規制強化がされたのか。

2005年前後から中国概念股に対して否定的な見方が強まったことが基本的な背景である。

一つは、国内の資源の流出になっている、という批判である。この批判は、内外の市場の時価バランスが崩れて、中国株の海外市場の方が大きくなるといった事態も背景になっている。さらに一部の民营企业が「外資企業」を装って、税制上の外資のメリットを得ようとしたことなども、批判の聲が高まった背景になっている。

しかし規制強化と実際の海外上場数の動きは矛盾している。実はどの統計でも、2007年、2010-2011年と中国企業の海外上場は増えている。これについては2つの解釈を示した。海外に出ようとする圧力は大変大きく、抑えた結果として、この程度の増加で収まっているということが最初の解釈である。もう一つは、プライベートエクイティファンド(PEF)の急激な

増加である。統計が取られて発表されるようになった結果、2005年から2006年さらに2007年と急激にファンドの規模が増加したことやそのファンドが外資に主導され、投資回収の出口として、海外での上場が使われることが浮き彫りになった。このことから改めて過去にさかのぼって外資系PEFが、中国企業の海外上場の担い手ではないか、ということが注目されるようになっていく。

1992年にNYSEで最初の中国概念股が登場してから20年間あまり。本稿は、「中国概念股」という中国の現下の金融問題の一つについて、私なりの理解を日中双方の研究者に提供するものである。

1. 改めて中国概念股とは何か

中国の証券市場論（証券投資学など）のテキストをみると、中国で発行される株式について投資家（保有者）による表1のような分類がしばしば見られる。実はこのような投資家別分類が意味をもつことに中国証券市場の特徴が見える。つまり中国では、株式は誰が所有者であるかによって分断されている（自由に売買されない）状況にある。もちろんこの分断状況は問題であると認識されており、2006年5月に実施された非流通株式改革（分置改革 fen4zhi4gai3ge2）で是正されたことになっている。

ところで私見では、中国概念股は表1の分類における、海外上場外資株（境外上市外資股 jing1wai4shang4shi4wai4zi1gu3）を含んでいる。

表1 中国で行われている所有者による株式分類

国有株（国家股）
法人保有株（法人股）
社会公衆保有株（社会公众股）
外資保有株（外資股）
1) 国内上場外資株（境内上市外資股）B股
2) 海外上場外資株（境外上市外資股）H股 N股 S股

資料）叶英良・张后富（2005），18-19，葛正良（2008），85-89

なお葛正良 (2008) はこの境外上市外資股について次のように定義している。

「境外上市外資股は、わが国内登記（境内注册）の株式有限会社（股份有限公司）が国外投資者に募集発行し、国外証券取引所に上場しているものである」（葛正良 (2008), 88 本稿での下線は福光によるもの）

ところで叶英良・张后富 (2005) は、境外上市外資股とは別に、1990 年代初頭の香港株式市場で生まれた紅筹股 (hong2chou2gu3 英語で red chips) について、つぎのように詳しく述べている。

紅筹股とは中国国外で登記しかつ香港上場、しかし「中国大陸概念」を帯びた株券のことで、中国大陸概念を帯びるとは、主要業務が中国大陸にあり、その利益の大部分が中国大陸に由来し、かつ中国資本が統制しているということの意味する（叶英良・张后富 (2005), 19 をまとめた）。なお紅筹股は、香港で上場しているものに限定する場合と香港以外の海外市場を広く含める場合と両方があるが、歴史的にはとくに香港上場のものを指す。

では紅筹股と境外上市外資股の違いはどこにあるのか。境外上市外資股は国内登記会社が発行するものなので国内登記会社の直接発行。しかし紅筹股は、香港（あるいは租税回避地）で登記した会社（こうした会社を離岸会社と呼ぶ）が発行者なので、国内登記会社からみて間接発行（直接発行していないが直接発行と同じ経済効果を目的にしている）という違いである。

なお間接発行は、この紅筹股のように会社をあらたに設立して上場するもの（造売上市）のほか、すでに上場している会社を買い取るもの（买壳上市または反向收购）がある。国外登記の上場会社は株式交換などを通じて、国内登記会社を直接支配下に置く場合があるほか、国内登記会社を独立させたまま、契約によってその業務を事実上支配下に置く場合（この方式は1999 年の新浪の上場時に最初に現れたので新浪モデルと呼ばれる）もある。

中国企業の海外での株式発行（中国概念股）は表 2 のように分類できる。中国概念股の定義を改めて言えば、中国の企業が海外で直接あるいは間接

表2 中国概念股の分類

直接発行	境外上市 H股	など	
間接発行	紅籌股	1) 造売上市 2) 买売上市	1) だけを紅籌股ということもある

に発行している株式ということである（表2）。

2. 株式制度導入の原理的問題

中国株式が海外で発行される問題に移る前に、中国で株式制度が導入された、そもそもの理屈がどのように考えられているかについて触れておきたい。一般に中国に株式制度が復活するのは1980年代後半とされている。たとえば天津大学の「証券投資学」の教科書は以下のように経緯をまとめている。

「1970年代末の農村や都市での株式制度的小企業の経験の上に、1984年10月の中共十二届三中全会で「社会主義とは公有制を基礎とし計画性のある商品経済である」との政治的共通認識が確立。株式制度を正式に試す段階に入った。そして多くの株式発行の試みのうえに、各地で店頭取引が出現し、1990年12月の証券交易所の設立に至った。」（李宁・姚倩（2011）37）

ここで株式制度を導入した当時の文献からその当時の認識（あるいは議論）を再現できればベストだが、そこまで私の作業が進んでいないので2000年代の文献から、株式制度の効用を最近の中国の人たちが説明している箇所を引用する。

たとえば『2005 中国経済年鑑』の「国有企業の改革と発展概況（国有企业改革与发展概况）」をみると、株式制度を導入することで、少ない国有資本で国有資本の影響力を高めることができるという視点が示されている。

「株式制度は組織された大生産（社会化大生産）の産物である。それは資本の機能を拡大する企業資本の一種の組織の方法である。この方面の経験

を使うことを学び、国有資本の使用を減らして（用較少的国有資本）、より多くの社会資本を加えて動かし支配すること、これは国有経済帯の動力と影響力を強める、具体的経路であり方法である。」（毛元斌 / 张培拔 (2005)

859 本稿での下線はすべて福光によるもの)

国有企業のガバナンス面からは、国有の比率を下げるのが望ましいとさえ言われている。以下は『2004 中国経済年鑑』の「国有企業の改革と発展概況」からである

「一部の国有持株会社では国有株の比重が過大である。それは国有資本のメリットを生かすうえでも、企業の有効なガバナンス・メカニズムを形成するうえでも、マイナスである」(毛元斌 (2004) 831)。

国有企業改革についての記述では、外資あるいは民間資本を利用して、国有企業の競争力を高めるという考え方も示されている。

「外国資本と民間資本の力を利用して、国有財産権（産権）の譲渡や、国有資産合資などの形式を用いて、内外のさまざまな投資者、特に技術を保有する投資者を吸引すること、管理と資金でまさる戦略投資者に国有企業の改造、改組に参加させること、先進の技術、経営そしてメカニズムを引き寄せ、企業の全体的な競争力を高めること」(毛元斌 (2004) 833)。

中国がなぜ株式制度が普及させなければならなかったか。以上みたようにその理由の一つは、内外の資本を利用するという視点（別の視角でいえば資本の不足）である。そしてそれが国有企業の改革につながるという視点である。また国有資本の参入・退出の道になることも指摘されている。

「国有資本、集体資本、そして非公有資本などが出資する混合所有制経済を全力（大力）で発展させ、投資主体の多元化を実現し、株式制度を公有制度の主要な実現方法にする（使股份制成为公有制的主要实现形式）。健全な現代財産権制度を確立（建立）し、国有資本の参入と退出をきっちり行える、合理的流動的メカニズムとしたうえで（完善国有资本有进有退，合理流动的机制）、国有資本を国家の安全や国民経済の命運にかかわる重要な事

業と関連領域にさらに投じる。ごく少数のどうしても国有独資で行わねばならない企業を例外として、その他 国有大中型企業は多様な(多元)によって組織される有限責任会社そして株式有限会社に改編する。国有資本持株企業の必要に応じて、状況を区別して絶対持株か相対持株かを実施する。」(毛元斌(2004) 832)

なおこの文章で株式制度を市場メカニズムという言葉に置き換えられるかは疑問がある。そもそも市場メカニズムという言葉は、ここで慎重に避けられている。また、公有制が主体、国有企業が中心という経済体制の変更は全く考えられていない。再び『2005 中国経済年鑑』の「国有企業の改革と発展概況」から引用する。

「我が国の基本経済制度は公有制を主体とするもので、多様な所有制経済がともに発展するものである。公有制を主体とする点をいかに正確に理解し把握するかは、基本経済制度を堅持し完全にすることにつながる。(1997年の) 党の十五大会報告は、公有制の主体地位は、公有資産が社会の総資産のなかで優勢であることに主要体现される、と指摘している。国有経済の主導作用は、その統制力に主要体现される。(2002年の) 党の十六大会報告は、基本経済制度を堅持完全なものにすること、いささかも動揺することなく公有制経済を発展させること、いささかも動揺することなく非公有制経済の発展を激励、支持、牽引(引导)することを求めている。公有制主体を堅持し、非公有制経済を発展を社会主義現代化建設プロセスに統合することで、両者の対立をふせぐことができる(堅持公有制为主体，促进非公有制经济发展，要统一于社会主义现代建设的进程中，不能把这两者对立起来)。さまざまな所有制経済は市場競争の中でそれぞれの長所を發揮し、相互に促進、共に発展できる。」(毛元斌 張培拔(2005) 858-859)

さらにどのような企業が上場するべきかを国(行政機関)が選別・調整する(核准制とよばれる)政策、国家が経済に深く関与する仕組みは全く放棄されていない。たとえば国内についても国外についても、上場の妥当性

を市場ではなく行政機関の側が判定するという考え方を、中国は堅持している。

2004年の国務院の「資本市場の改革開放そして着実な発展についての若干の意見」という文書には、政府の審査批准制度が資本市場メカニズムの一部との認識を示す、以下の文章がある。

政府が証券発行を審査批准する制度である「証券発行核准制度を完成させる。各方面で抜きんできて優良な企業が等しく資本市場メカニズムを利用することは、資源配置の効率を高めることに必ず役立つ」(国发《2004》3号)。

3. 初期の法規制と海外上場

3-1. 海外上場の開始から紅籌指引まで

1992年10月に華晨汽車(华晨汽车)がNYSEに上場。最初の海外上場の事例が生まれる。なお海外上場の担い手は当初は当然のように国有企業であり、民営企業はその対象と考えられてなかった。つまりこれは国有企業の最初の海外上場。民営企業の最初の海外上場は1999年2月の橋興環球(侨兴环球)のNASDAQ上場。この侨兴環球が上場するまでの間、中国企業の海外上場は国有企業に限定されている。そして海外上場の議論は、国有企業にとっての海外上場の意義(国有企業にとっての海外上場の必要性)、という問題と重なっている。

ところで華晨汽車で関係者は、海外に会社をまず設立。その会社が国内会社の親会社になって、株式を発行するスキームを編み出した。なぜそうなったか。私見では海外の投資家にとって、海外の企業に投資するにあたって大きな危惧は法制の違いによるリスク。そこを低くするために、こうしたスキームが選ばれたと理解している。このスキームは、その後、紅籌股模式とも呼ばれている。

このモデルの特徴は、離岸公司と呼ばれる、海外の租税回避地などで登

記した会社が発行会社になる点。そして中国本土の会社に代わり株式を発行する上場会社になる点で、この点から間接発行方式と呼ばれる（中国本土の会社の親会社になる場合のほか親会社にならない場合もある）。

なおこの紅籌股模式採用の理由はおそらく投資家の都合が半分以上。中国政府の都合からいえば、中国企業の海外発行についても統制したいので、中国政府は、政府が統制しやすい国内企業が海外で株券を発行する直接発行方式を望んだはず。事実、中国政府としては直接発行を増やすことを模索することになる。

つぎに法規制だが、この最初の上場時点で中国側の法規制は未整備（監視するための行政組織は設立されておらず、その権限も明示されていない）。あとで詳述するが、上場に遅れて3日後に國務院に証券委員会が立ち上がる。2ヶ月後に証券委員会の審査批准権限がようやく通知されるがその内容は、海外上場について証券委員会の権限を定めたものの、内外のほかの役所との関係には全く言及しないものだった。国有企業にすれば、直屬する上位の政府部門に加えて、証券委員会が目上の監督機関に加わった形。国有企業の親である政府部門にすれば、國務院直屬の証券委員会が横から国有企業の監督に加わってきた形である。

予想されるようにこの規制を回避する傾向が表面化する。後述するように1997年6月に出される紅籌指引と呼ばれる文書は、まずこの規制回避を冒頭で非難したあと、上場する現地の法律や國務院主管部門などほかの役所に従うことにも言及するスタイルとなる。その1997年6月までをまず議論する。

なお新中国は独立（1949年）後、株式会社制度を廃止。株式らしきものの発行が再開されるのは1980年代前半。証券取引所の再開はようやく1990年である（参照 福光（2010）87-90）。それからわずか2年後、1992年10月9日に国有会社「華晨中国汽车公司」がニューヨーク証券取引所に上場した。興味深いのは、この上場が中国に証券取引監督管理委員会が成

立する日の3日前、さまざまな法規制が定まる直前に実施されていること。この日程の理由はなお突き止めていない。

上場した华晨汽车は、1992年6月9日に中国金融教育基金（华晨汽车控股はこの基金の発起者の一人）がバミューダに登録した「华晨中国汽车控股有限公司」である。この华晨汽车は、1991年7月に設立された中外合資企業「沈阳金杯客车制造有限公司」の株式51%を表3のプロセスを通じて保有し、上場する（背景については、Walter & Howie (2006), 2, 292）。

この华晨汽车上場の3日後、1992年10月12日の國務院通知で國務院証券管理委員会（以下では証券委員会とする）が成立。また國務院決定により証券監督管理委員会（以下では証監会とする）が成立する（証券委員会は証監会の上部組織である。なお1998年4月にこの2つの委員会は統合される）。国内会社が海外上場するには、この証券委員会の了承が必要と定められるのは、1992年12月17日に、國務院が「証券市場のマクロ管理を一段強める通知」(国发〔1992〕68号)を發布し、その中で海外上場について審査と批准を受けることを求めてからである。「企業が海外で株券の公開発行そして上場をするには、かならず証券委員会の統一した指導のもとで進めねばならず(统一安排下进行)、また証券委員会の審査と批准を受けねばならない。各地方、各部門がその判断で行ってはならない。」とある。

一般に1993年6月に香港で青岛啤酒が上場したことが、中国企業の海外直接上場の最初の事例とされる（刘(2009)159）。しかしすでに見たように1992年10月に华晨中国汽车公司在NYSEに上場したのが、中国企業の海外上場の最初である。一体どちらが最初かわかりにくいだが、华晨中国汽车公司在NYSE上場は、正確にいえば間接上場の最初。また青岛啤酒は、正確には直接上場の最初（香港での直接上場を意味するH股の最初ともされる）。かつ証券委員会の審査批准を受けて海外上場した最初のケースである。

1992年12月の通知から4ヶ月後の1993年4月9日に、公開資料で確

表3 华晨中国汽车公司のNYSE上場(1992年10月)

1991年7月	中外合資企業	沈阳金杯客车制造有限公司(沈阳金客)成立
		沈阳方面60%
		华博财务有限公司(香港登記)25%
		海南华银15%
年月不明	中国金融教育基金会	をバミューダ(英)に設立
1992年6月	中国金融教育基金会	が华晨汽车控股有限公司(在バミューダ 华晨汽车)を設立
	基金会の発起者华晨控股が保有する	沈阳金客の株40%分を华晨汽车に 注入
	基金会は保有する华晨汽车股权21.57%	を金杯汽车保有の沈阳金客股权 11%に転換,その後 华晨汽车に沈阳金客の株11%分を再注入
		华晨汽车は沈阳金客51%を保有
年月不明	华晨汽车控股有限公司が	华晨中国汽车公司与改称
1992年10月	华晨中国汽车公司	がNYSEに上場

注) 年月など詰めていない点が残る。ここで示したいのは、バミューダに設立された会社(離岸公司)が、中国の沈阳金客の親会社になってNYSEで上場している点である(李/苏/朱(2011)31)。

認できる証券委員会の初期の法規である証委発第18号<国内企業が国外で株券を公開発行することと上場することに関する問題についての報告(关于境内企业到境外公开发行股票和上市存在问题的报告)>が出されている。

ここで規制権限を委員会自身が述べている。

注目されるのは、この報告が、国内企業が海外で株券を発行する主要な4つの方式を示した点で、これにより当時どのような海外上場方式を証券委員会が想定していたかがわかる。すなわち 国内企業が直接海外で株券を発行し上場する。 国内企業が海外に設立された会社の名義を使って株券を発行し上場する。 国内上場企業が海外取引所に上場して売買される。

国内上場企業が海外で預託証券を発行あるいはその他株券派生形式を発行する。そして、今後どの方式であれ海外で株券を発行し上場しようとするものは証券委員会に申請し批准を受けねばならない、としている。

さらに「今後上述のいずれかの方式により海外で株券を公開発行して上

場するものは、まず証券委員会に報告して審査批准（审批）を受けねばならない。中国証券監督管理委員会は海外で株券を発行し上場する企業の批准獲得と、その業務活動の進行とを監督する」この報告は、中国企業の海外上場についての審査批准権限を証券委員会に、またプロセス全体の監督権限を証監会に与えている（刘 (2009) 159）。

さらに国務院証券委員会は 1993 年 4 月 22 日に「株式発行と取引管理に関する暫定条例（股票发行与交易管理暂行条例）」を發布。その第 6 条で、国内企業で直接あるいは間接に海外股票を発行するもの、またその股票が海外で取引されるものは、必ず証券委員会の審査批准をえなければならない、とした。

しかしこの規制権限への挑戦が現れる。1993 年 7 月に、証券委員会の審査批准を受けることなく、ニューヨーク証券取引所で 2 社、すなわち中国轮胎控股有限公司と中国摩托车有限公司が上場する。批准を受けなかったのは、海外企業が海外で企業を設立する形を取ったうえで、国内資産を移して上場したため。李/苏/朱 (2011) は、これは間接上場にあたり、審査批准を受けるべきものだったと批判している（李/苏/朱 (2011) 33）。

1994 年 8 月 4 日には、国務院が「株式有限会社が株式を募集して上場することについての特別規定（关于股份有限公司募集股份及上市的特别规定）」（国发〔1994〕160 号）を發布し、その中で海外上場は国務院証券委員会の批准をうけることを再度定めている。刘 (2009) 160 は、この規定は証券委員会と証監会に共同監督権力を与えたとしている。

李/苏/朱 (2011) は、たとえば 1993 年 4 月 9 日の証券委員会報告は、国内企業が海外に設立された会社の名義を利用する場合に、証券委員会の審査批准が必要である、と解釈でき、そこには、自然人あるいは海外企業が海外で会社を設立して、国内資産を海外会社に移す場合は、審査批准を必要としない、という解釈に結びつく余地があるとみる。そして、国内企業でないものが中国企業を海外上場する行為を規制するものではない、民営

企業の株主の多くは自然人であるから、この通知に拘束されない、などの解釈（つまりは脱法行為：福光）を生み出したとしている（李/苏/朱（2011）32-33）。

3-2. 初期のブームの背景について

ところで海外上場で注目されるのは、海外の取引所や証券監督機関との中国政府との合意の有無である。たとえば1992年10月の华晨汽車について、中米間でどのような事前事後の合意があったのか。1992年10月の华晨汽車の後 1993年7月には上海石化によるADR方式での香港とのNYSE同時上場が続く。しかし米国SECと中国の証券委員会が監督管理の覚書が結ばれるのは1994年の4月とされている（丁益（2001）41）。1994年4月以前については、どのような合意があったのか。この点は詰めていない。

証券委員会の海外との協定は、1993年6月に香港聯交所との間で監督管理の協定覚書に署名したのが最初。このときこの協定を受けて、国务院の直接の指導と支持のもとに（国有企業）9社が株式会社に改組され、相次いで香港で上場されている。条件は国民経済の支柱となるような業種であり、資産規模や売上高が中位以上であり、3年連続の利益記録があり、調達資金の投資先を有すること。こうして1993年6月の青島啤酒を皮切りに、1年足らずの間に、上海石油（1993年7月に香港とニューヨークで同時上場 NYではADR方式を採用）、广船国际、北人印所、马鞍山钢铁、昆明机床、仪征化纤、天津渤海、东方电机の9社が香港に上場している（丁益（2001）41）。

香港との協定に続く海外との協定は、1994年4月に米国SECとの間で監督管理の協定覚書に署名が最初とされる。そして1994年には22社について海外上場が認められている。国家の産業政策の観点から、エネルギーや交通など重点技術改造項目が選ばれた。そしてこれらの国有企業は香港

で海外上場時に資金調達を行った。ただし山东华能与华能国际とは ADR 方式で 1994 年 8 月と 10 月にニューヨークで上場した(丁益(2001) 41)。

SEC 協定前の米国での上場を数えると 1992 年 10 月の华晨のほか、1993 年 7 月に 3 社。中国轮胎控股有限公司、中国摩托车有限公司、上海石油がある(いずれも NYSE に上場)。このような政府間協定前の「先行」がアメリカで生じたのは面白い(いずれも ADR で直接発行であり NYSE による承認である)。

中国の各年海外上場企業数は 1994 年に最初のピーク(10 社)があつてから 1995 年に大きく減少(2 社)。その後、先ほど紹介した紅筹指引と呼ばれる文書が出された 1997 年に 2 番目のピーク(17 社)を迎える。そして 1998 年から 2000 年にかけて年間 2 社あるいは 3 社と低迷したあと、再び 2002 年に 17 社と増えている(崔(2004) 11 数値はグラフから読み取った)。それを踏まえ崔は 2004 年初めまでの中国企業海外上場を 3 波でとらえる視点を示している(崔(2004) 11)。

最初が 1993 年から 1994 年は大型国有企業を主体とするブーム。有益な試みだったが内外のマクロ経済環境の結果、減退に至ったとする。その次は 1996 年から 1997 年の波。東方航空、大唐发电など公共事業(公用事業)系企業が主体で、香港の復帰(1997 年 7 月 1 日)をにらんだ絶好の投資タイミングで盛り上がったものの東南アジアの金融危機であえなく収束した。そして 2001 年以降(2003 年末まで)、高度新技術企業、民営企業を主体した第三波が続いており、海外上場企業 40 社のうち 24 社は香港創業板上に上場しているとしている(崔(2004) 11)。

なお、最初のブームのあと、紅筹指引が出された 1997 年に 2 回目のブームが来たという指摘はほかにもみられる。つまり紅筹指引は、上場数を減らすことにはならなかった。紅筹指引は規制強化にも見えるが、1997 年時点での規制をとりまとめ規制を秩序立てた意味もある。結果として香港復帰のタイミングもあり、海外上場数は増えたのである。

表4 2001年5月末現在 海外上場企業数

香港主板上場数	48社
香港創業板上場数	6社
香港上場数小計	54社
NYSE 上場数（香港と重複）	13社
ロンドン上場数（香港と重複）	4社
シンガポール単独上場数	1社
海外上場中国企業数(重複除く)	55社

資料：丁益（2001）42

表5 中国企業の各年 IPO 件数の推移

Year	ASH	ASZ	ASZS	BSH	SSZ	DL	HS	RC	OL
1990	6	1	0	0	0	7	0	0	0
1991	0	1	0	0	0	1	0	5	5
1992	22	17	0	9	9	57	0	7	7
1993	71	49	0	13	10	143	6	5	11
1994	68	42	0	12	5	127	8	6	14
1995	15	8	0	2	10	35	1	2	3
1996	103	97	0	6	9	215	6	6	12
1997	84	119	0	8	8	219	15	11	26
1998	53	51	0	2	3	109	2	1	3
1999	46	52	0	2	0	100	3	4	7
2000	88	49	0	1	5	143	6	2	8
2001	78	1	0	0	0	79	8	4	12
2002	70	1	0	0	0	71	16	1	17
2003	67	0	0	0	0	67	18	3	21
2004	61	1	38	0	0	100	17	6	23
2005	3	0	12	0	0	15	12	4	16
Totals	835	489	50	55	59	1,488	118	67	185

注) IPO の件数であり上場社数ではない。Walter & Howie (2006) 115 Table 6.1 を組み換え。
red chips は Hong Kong Red Chips Index の数値による。A: A 株 B: B 株 SH: 上海
SZ: 深圳 ASZS: 中小企業板 DL: 国内上場 H: H 株 RC: red chips OL: 海外上場

2001年5月末時点での海外上場企業数として丁益は表4のような数値を上げている。1992年10月に海外上場が始まって8年余経過した2001年5月末時点で、中国企業の海外上場が香港に偏っていたことを示す。香港以外の市場は、この時点では単独上場をほとんど受けていない。つまり海外市場間の選択というのは、このあとの時期の問題で、この時期までは、海外上場といえば中心は香港であったといえよう。上場の形は直接上場（H股あるいはADR）、間接上場（紅籌股）がまざっている。

4. 国有企業の海外上場の動機あるいは意義付け 経営効率改革論

すでに述べたように、初期の中国企業の海外上場とは、国有企業の海外上場にほかならず、国有企業の改革問題と密接につながっていた。この論点がどのように考えられていたか。できるだけ古い文献を探しているが、ここで最初に使うのは除文才が『中国石化』1998年4月号に書いた「石油化学企業の海外上場について（談石化企业境外上市）」である。石油化学工業はもちろん国有企業。除文才は研究者ではなく、所属は燕化公司とある。

最初に述べられているのは、急速な技術改造に伴い多くの中国石油化学企業で資金が必要であるのに、国内の銀行借入のコストが高く、量的にも限られていること。そのために直接国際資本市場に進出し今後随時資金調達できる体制をとることが必要だとする（除（1998）4）。もちろんこの点は大事だが、ここで注目したいのは第二点以下である。

第二として、石油化学企業は、制度変更、市場化改革の最中にあるが、その必要に合致する国外での株券発行は国有資産証券化の突破口になるし、企業の経営の不断の改善、生産管理水準の引き上げにつながる。また公開会社として社会（公衆）に対して業績などを公開することは、経営効率や経営効率を引き上げることにもつながり、企業制度の転換を進めることにつながるとする（除（1998）4-5 下線はすべて福光）

第三として株式制への改組に伴い、国有企業時代から継承している、幼稚園、招待所、医療施設などの部門を、独立採算、定額補助に切り替えて企業から、分離することが必要としている（除（1998）5）。

第四として（株式会社化して海外上場することが）投資主体の多元化、取引コストの引き下げ（証券化で流動する部分が増えると取引コストが下がると説明している）、投資リスクの分散（現在の株主が支配権を維持しながら投資リスクや経営リスクを分散できるとしている）に役立つとしている（除（1998）5）。

第五として、製品やサービスの知名度を上げ、経営の国際化に資するとしている（除（1998）5）。

続いて上場にあたっての注意すべき点や、マイナス面の記述があるが省略する。この除で注意されるのは、もちろん海外からの資金調達についての肯定的評価が第一であるが、第二以下として、国有企業改革にとって、海外上場の意義が経営効率や経営体制の改善という意味で肯定的にとらえられていることである。

次に丁益が『経済導刊』の2001年5月に寄せた「海外に出た後の反省 - 中国企業海外上場の得失」という本文9ページの大論文を取り上げる。かなり詳しく初期の海外上場について背景を説明している。なお丁益の肩書は、中国华能集団。除文才と同じく国有企業の担当者、実務官僚ではないだろうか。

まず1990年代早くから、国家体改委、証券委、中国人民銀行など中国政府の関連部門ではいかに国際資本市場から直接資金調達（直接融資）するかの検討が始まった。同時に香港証券監会や香港聯交所でも政府の監督管理部門と接触するとともに、国有企業上場の可能性を探り始めた。最初に想定されていた利益は「大型国営企業の内部改革（改制）を進展させることと外部資金調達の得難い機会になること」「中国の国際市場進出の第一歩となること」であった（丁益（2001）41）。

丁益が強調するのは、国際市場の監督規制に服する企業が現れることは、

その他の中国企業にとり手本となる効果がある点。それはまた海外の投資者にとって中国投資の架け橋になるだけでなく、中国の経済改革と発展の姿を示すことにもなる。中国の証券業界や政府部門にとっては、成熟した海外の監督規則を学ぶ機会にもなる（丁益（2001）42）。

丁益（2001）の書いている点で注目されるのはもちろん、国際資本市場からの資金調達、そもそも株式制度導入の一つの目的だったと思わせる記述が第一。しかし同時に国営企業の改革にとって、海外上場が一つのきっかけになるとしているのは、先ほどの徐と全く同じ視点であり注目したい。

なお近年の論文で、経営効率改善に触れている論文を探したところ行き当たったのが2011年に中央財経大学の王杰／王霞天が発表した論文である。彼らは、企業群ごとに分けて海外上場の要因を分析しており、そして、私が期待したように、経営効率改善という視点を残している（王杰／王霞天（2011）49）。彼らは次のように言っている。

中国で株式市場が開設されたこと自体が国有企業に経済成長の役割を遂げさせるため（为国企的脱贫解困服务的）だった。国有企業の海外上場には、資金調達の多様化・拡大の意味がある。加えて海外の監督当局や投資者の厳格な監督に服することは、経営管理の水準を高めて国際競争力増強につながる。また国内資本市場はなお規模が小さいので、規模が大きな国有企業を国内市場で上場することは、クジラを小さな池にはなつようなもの（犹如把一头巨鲸放在一个小池塘里）で、国有企業・国内資本市場のいずれにとっても良いことではない。

民営企業については、国内発行市場は株価収益率が高く、発行価格が高くなる点はあるが、そもそも国内証券市場は国有企業のためのもので、民間企業が証券市場での資金調達に参加するには一連の条件を満たす必要があり、すくなくとも上場指導（上市辅导）に1年、それに1年以上の審批

時間が必要。これに対して米国では発行価格が低くなる問題はある。国内市場の最大の問題は、敷居（門檻）の高さである。海外市場では再調達時になお多くの制限を付けられることなく、証券市場を企業の持続的資金源とすることができる。また国外業務を持つ一部の企業は、企業の知名度を高めるのに上場を利用することができる。また、国外上場の機会に、現代的な経営管理方式に改め競争力の向上につなげることもできる。

最後に IT 企業の海外上場についても付言している。リスク資本により育成された IT 企業（高科技企業）は、リスク資本が退出する道を必要としている。ところが中国では、メイン（主板）市場の敷居が高すぎて IT 企業は証券市場の門外にあり、メイン市場に席が得られても、2006年8月の非流通株式改革の前は、メイン市場では法人株を売買できないことが、リスク投資が株券の譲渡を通じて撤退することを妨げていた。海外市場はその障害を回避することを可能にしていたとする。2009年10月23日に新興市場（創業板）が始まったが、なおその敷居も高く、制度設計や企業価値評価にさまざまな問題ある（具体的には書かれていない）。これに対して海外の新興市場はよく整備され、企業価値評価メカニズムも健全である。こうしたことが、創業板開始後、当当网、搜房、优酷など中国 IT 企業がなお連続して海外上場したことに、つながっているとみる。

しかしこのような中国の経済体制改革（国有企業改革）と絡めて国内企業の海外上場を考える研究者ばかりではない。また、国有企業改革という視点を外したときに、この視点も同時に失われ勝ちである。

5. 紅籌指引から高速発展期まで

5-1. なぜ短期間で政府の姿勢がたびたび変化したのか

すでに述べたような規制逃れの動向も散見されるなか、1997年6月に九七紅籌指引と呼ばれる通知が出される（この通知そのものは紅籌股モデル

での国有企業の海外上場への規制と考えられる)。そしてこれ以降であるが、目まぐるしく規制のありようが変化する。この目まぐるしい変化の最大の要因は、政府の規制を逃れて海外上場を図ろうとする、さまざまな企業、機構そして地方政府の動きにどのように対応するべきかという、問題だった、と私は推測している。

まずこの時期に1998年以降、民営企業の海外上場が始まる。これは紅筹指引が、国有企業の紅筹模式に対するもので、民営企業はそもそもこれに拘束されないという考え方が一因になっている。こうした動きに対して、繰り返し、中央政府（証券監督管理委員会）の権限が宣言されることになったが、権限を明確にすると、1)この権限の厳格な行使に責任を持たされる問題。あるいは2)海外に出た企業の行動について責任を問われるに問われる問題、などが表面化した。そして、海外企業が海外で上場する話には、中国政府の監督権限がそもそも海外の市場についてまであるのか（海外についてまで設定していいのか）、といった疑問もでてくる。こうした問題や疑問の中で証券監督管理委員会は、規制と規制緩和の間で大きく振れることになる。

まず2000年6月に「无异议函（無異議函）」と呼ばれる「規制」が始まるが、これは証券監督管理委員会による審批（審批）に対するあからさまな反抗（裕興事件）に対して、証券監督管理委員会の側が正面から立ち向かおうとした規制だったと考えられる。しかしこの規制は3年経たずに2003年3月に取り消される。実はさきほど述べたような論点が表面化。証監会は規制緩和に向けて舵を取る。

このように短期間でしばしば方向が転換されたのは、外資政策についての矛盾がいろいろな形で表面化してきたからである。

たとえば、外資を利用するという考え方で、国内市場を育成するという考え方との間の矛盾（上場資源の流出は国内市場の育成と矛盾するとの指摘）。あるいは、低いコストのところで資金調達をするというお話しと、海外で

上場するというこの間の矛盾（国内の方がローコストだという議論の存在）など。

そしてこうした矛盾と内外資本の扱いの不平等へのかねての不満がむすびついた。外資導入を図るため外資資本に税制上の優遇措置があり参入規制が緩められていることなどへの不満に火がついてしまったのである。

こうして2005年1月に外国為替管理局による文書（11号文）が出され、外国為替管理の面からの監視が始まり、海外上場規制緩和の時代は再び終焉を迎える。そしてこの規制強化の時代が現在まで続いているというのが私の知る多数説である。

5 - 2 . 紅籌指引の発布（1997年）

1997年7月の香港復帰に合わせて向けて大型の国有企業が香港に上場する動きが見られたが、一部の機構と企業が批准を受けずにさまざまなやり方で海外上場することはあり、1997年6月20日の國務院は「國務院が海外発行株券と上場管理をさらに強化することに関する通知」〈國務院关于进一步加強在境外發行股票和上市管理的通知〉（国发 1997 21号：九七紅籌指引 紅籌指引あるいは21号文と呼ばれる）を発布する。ここから2000年6月に「无异议函」が始まるまでを審査批准（审批）時代と呼ぶ（新理財 2008年5月 p. 19）。

この通知は、まず冒頭で「1992年以来 國務院証券主管部門は海外上場に関する政策をその一連の規定で明確にしてきたにもかかわらず、一部の機構と企業が規定に反して批准をうけずに、国内資産を様々なやり方で海外上場して、良くない影響を与えている」としている。「海外での株式の上場発行は政策性がとても強い事業であるので、国の規則や組織に従い、手順にしたがって進められねばならない。」かなりはっきり証券監督管理委員会の権威に対する挑戦が続いていたことを書いている。

そして具体的な定めは以下の4つ。

- (1) 海外で登記している、中国資本が最大株主である中資控股（中国資本が支配する海外上場会社）は、上場あるいは増資発行などの活動にあたっては、現地の証券監督管理機構の監督を受ける。その株主権の国内株券の保有単位は、定められた書式で状況を報告しなければならない。
- (2) 海外で登記している、中国資本の非上場会社あるいは中国資本が支配している上場会社は、海外で株式発行と上場を申請するには、現地の法律の定めに従うとともに、国内の株券保有単位があらかじめ省クラスの人民政府または国務院主管部門の同意を先に得ること。国内資産の保有期間が3年に満たない場合は、海外での株券の申請発行と上場は認められないが、特別の必要がある場合には、中国証券監督管理委員会に審査を申し込めば、証券監督管理委員会での審査批准のあと、国務院証券委員会が審査批准を行う。
- (3) 買収、株式交換などのような形式であれ、中国資本の非上場会社で海外に至ったもの、あるいは海外の中国資本が支配する上場会社であって海外上場中のものは、国内資産を海外の非上場会社にまず移転した国内資産を、海外上場の中国資本が支配する上場会社に再注入するについては、国内企業あるいは中国資本を支配する株主の国内株主権が属する省クラスの人民政府あるいは国務院主管部門の同意を得ること。合わせて証券監督管理委員会による審査批准のあと、国務院証券委員会による、国家産業政策、国務院の関連規定、そして年度の総規模から見た検討、審査批准が行われる。
- (4) 1993年の（国務院が海外企業買収の一時停止と国外投資管理を一段と強化する通知）＜国务院关于暂停收购境外企业和进一步加强境外投资管理的通知＞（国务〈1993〉69号）の規定の精神により、国内の機構や企業が海外上場会社の支配権を買収する方式、すなわち買売上市を進めることを禁止する。

この通知はすでに引用した1992 - 1993年当時の文書と明らかにコンセプトが違っている。1992 - 1993年当時の文書では、証券委員会あるいは証券監督管理委員会の審査批准権限が書き込まれただけだったが、今回は、省クラスの人民政府あるいは国務院主管部門の事前の同意のほか、現地の法律に従うことまで言及されている。自身の権限だけを書き込んだ1992 - 1993年の文書とは異なり、規制の在り方が内外の諸機関と連携するものとなっている。しかし反面で、株主権が帰属する省クラスの人民政府あるいは国務院主管部門の同意を求める文面から、この通知は国有企業についての民営企業を対象にしている定めであるようにも読める。

さらに、海外登記会社が中国資本に支配されている場合を対象としても読める。この1997年の文書について、刘 (2009) は中国資本企業の海外上場に対する監督は強化されたが、非中国資本による海外上場には議論が及んでいない、と指摘する。

李/苏/朱 (2011) 40 は、紅籌指引が出ても、民営企業は証券監督管理委員会の批准を受けることなく海外で間接上場することは可能だったと書いたあとに、1999年2月8日 鷹牌控股がシンガポールの株式市場で公開されたこと（その背後には広東の佛山鷹牌陶瓷公司。シンガポールに上場した初めての郷鎮企業）。そして1999年2月17日 侨兴集団に属する侨兴环球がナスダックに上場したこと。この2件を挙げて、この2件が審査批准を受けていない案件であるように紹介している（李/苏/朱 (2011) 40）。

つまり紅籌指引は、内外の役所との連携を書き込んだが、規制逃れをおさえるのにはなお有効でなかった。そこで包括的に網を打つような、文書が必要とされ、実際この侨兴环球上場直後に出されている。最初は1999年3月17日に、証券監督管理委員会が深圳信達律師事務所に対し発した「国内企業が間接に海外で株券を発行し上場することに関する問題についての返答書」。そこで以下の点が記された。「国内企業で直接あるいは間接に海外で株券を発行する者そしてその株券を海外で上場する者は、必ず国

務院証券会の審査と批准を受けねばならない。批准を受けずにいかなる国内企業もいかなる形式であれ海外で株券を発行そして上場してはならない。」つまり企業の種別を問わず、直接・間接とも海外上場には証券会の審査批准が必要となった。

そしてより大事な法律は1999年7月1日に発効した証券法である。その29条は、「国内企業で直接あるいは間接に海外で証券を発行する者、あるいはその証券を海外で上場もしくは取引する者は、必ず証券監督管理委員会の批准を受けねばならない、」としている。ここに至って証券法において、証券会の審査批准先には、あらゆる国内企業の直接あるいは「間接」海外上場も含まれることが示された。

では逆に審査批准の手続きがなぜ嫌われたかであるが、手続きを進めても必ずしも批准がえられるわけでないこともあった。国内企業で海外直接上場するもの（主板H股を想定：刘(2009)160）についてみると、1999年7月14日の証券監督管理委員会 关于企业申请境外上市有关问题的通知（企業が海外上場申請することに関する問題についての通知）に従い、証券会での審査批准（审批）が求められた。しかし示されている条件は以下のよう
に事細かい（希静(2005)26-27）。

- 1) 我が国の海外上場に関する法律、法規と規則に適合（符合）していること。
- 2) 調達資金の用途が国家の産業政策、外資利用政策そして国家の固定資産投資で立案された規定に適合していること。
- 3) 純資産は4億元を下回らず、直近過去1年の税引き後税引き後利益が6,000万人民币元を下回らないこと。成長余力があり、合理的な予想株価収益率（市盈率）から推算される調達資金は5,000万米ドルを下回らないこと
- 4) 規範的な法人統治組織と完備した内部管理制度を保有すること
- 5) 上場後の配当に源泉として頼れる外国為替のあてがあり、国家の外

国為替管理規定に適合していること。

6) 証監会が規定するそのほかの条件。

また審査批准のプロセスは以下のように大変複雑で、時間と経費を要するものであった。

- 1) 海外の証券監督機構あるいは取引所に上場発行の予備（初步）申請の3ヶ月前に、証監会に対して、申請報告、省クラスの政府がその企業の海外上場に同意する文書、そして海外投資銀行の上場分析報告を報告提出（报送）すること
- 2) 証監会ではただちに国家发展改革委員会や国家経済貿易委員会と政策問題を協議する。
- 3) 証監会では、海外上場申請を受理するか否かを文書で回答（函告）する。
- 4) 企業は選択を想定（拟选）する仲介会社（仲介機構）の名前を証監会に報告する。
- 5) 企業は海外の証券監督機構あるいは取引所に予備申請する5営業日前に、申請内容を証監会に所定の書面（备案）で報告する
- 6) 企業は上場の正式申請する10営業日前に、証監会に対して要求される上場文書を提出する。証監会では10営業日以内に審査批准を行い文書で回答（批复）する。

なおこの7月14日の通知のあと、9月6日に、今度は香港の創業板を想定した次の監督手引きがだされている。1999年9月6日発布の証監会国内企業による香港創業板上場申請を審査批准と監督管理するガイドライン（境内企业申请到香港创业板上市审批与监管指引）。

そしてこのタイミングで裕興事件と呼ばれる、回り道（绕道 rao4da04）が生じている。実際には問題の企業は審査批准をうけるのだが。その途中で問題が持ち上がる。そしてその結果として登場するのが「无异议函 wu-2yi4yi4han（異議なし書簡）」である。

5-3. 異議なし書簡の時代 (2000-2003)

5-3-1 裕興事件と異議なし書簡

証監会が監督権限で神経質になっている状況で裕興（裕興）事件が起きた。ここでは李/苏/朱 (2011) の説明をベースに事件の概要をまとめてみる。

北京金裕兴电子技术有限公司が 1999 年 8 月、香港の新興企業向け市場（創業板）上場準備を始めた。これは海外会社を設立、株式権を海外会社に移転する方式での香港創業板上場をしようとしたのだが、問題は会社の弁護士事務所が「中国のいかなる政府機関の批准を必要としない」との意見書をだしたことであった。私見ではこれはかなり公然たる「反抗」である。これに対して、中国証監会は、香港の創業板など海外の証券取引所に国内企業が合法的に上場することは積極的に支持しまた奨励するが、監督管理行為を逃避することには固く反対する、とした。ただし該当の審査は迅速に行われ、2000 年 1 月に証監会が香港創業板上場を批准。1 月 31 日に同社は香港創業板に国内民間企業の第一号として無事上場に成功した（李/苏/朱 (2011) 40-41 をまとめた）。

こうして出されるのが無異議函（无异议函 wu2yi4yi4han：異議なし書簡）と呼ばれる 2000 年 6 月 9 日付けの証監会の通知である。すなわち 2000 年 6 月 9 日に中国証監会が国内の各法律事務所宛に発出した「国内權益を保有する海外会社が海外で株券を発行そして上場することに関する問題の通知 关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市有关问题的通知」（証監発行字 [2000] 72 号，略称証監会“72 号文”）。この一通知により、（民間企業を含む）国内企業は海外上場でこの条例の遵守が必要になった。その内容は、該当する中国の法律家（つまり該当企業の顧問弁護士）に海外発行の株券と上場について中国証監会への意見書提出を求めるといふもの。中国証監会で法律家の意見書を受理したあと、異議がない場合は、委員会の法律部が法律事務所に対して異議なしの回答するというもの。

严 (2005) から 2000 年の无异议函登場の瞬間を書いた部分を引用すると、以下のとおりである。つまり、海外の会社が上場するにせよ、それが中国の企業に絡んだ上場なら、審査する、とはダイレクトに書けないので、このような「規制」になったというのである。

「1999 年以来、数十の国内企業（その多くは民营企业）がこの回り道（绕道 rao4dao4）上場（海外造売上市を指している）を行った。裕兴事件は证监会に次のような明確な態度の表明を迫った。「直接上場を奨励し、間接上場は奨めない、回り道行為には反対する」。そのあとの 2000 年 3 月证监会は网易などの回り道企業を名指して「これは詐欺行為であり」「中国政府は対策（反応）をとることになる」と指摘した。裕兴事件そして類似した方式の海外上場の情況に対して、中国证监会は、一方では国内民营企业が組織変更して海外上場する行為を通常（正常）の監督範囲に収めることを望んだが、しかし上場主体は国外企業となるので、证监会はそれを言葉で表現すること（字眼）は不相当だと考え、「異議なし書簡（无异议函）」が生まれることになった。具体的には以下の 72 号文による。2000 年 6 月 9 日に中国证监会が国内の各法律事務所宛に発出した「国内權益を保有する海外会社が海外で株券を発行そして上場することに関する問題の通知」（証監発行字 [2000] 72 号，略称证监会“72 号文”）。・（中略）・この通知は、（民营企业を含む）国内企業が海外上場で必ず遵守する条例となった」（严 (2005) 51）。

2000 年 6 月 9 日の证监会 72 号文。この通知あるいは通知で生じた規制内容が「无异议函」と呼ばれる。この通知文書は企業の法律顧問をしている、法律事務所が実質的な相手方。さまざまな脱法行為に対して、证监会の監督権限を全面的に行使する意図（意图行使全面的的证券监督权）（刘 (2009) 161）が感じられる。

无异议函時代とは、证监会が無异议函の宣言を 2000 年 6 月 9 日に出したことに始まり、2003 年 3 月 25 日に无异议函を取り消したことで終わる。

なお廃止について希静 (2005) は、2003 年 4 月 1 日に中国証監会が出した第二の行政審査項目の取り消しと行政審査項目管理方式の改変に関する通知が、中国の法律家が提出する国内権益に及ぶ外国会社が株券を発行し上場することについての法律的意見書の審査閲読を取りやめ(を指示)、また 2003 年 11 月 30 日付けの中国証監会 証券先物規則章典の一部を廃止することに関して (第 4 集) が証監会 “72 号文” を廃止したとしている (希静 (2005) 28)。

つぎに无异议函で何が生じたかと、そしてなぜ无异议函が廃止されたか。「无异议函が始まると、中国企業の海外上場は急速にとてもむつかしくなった。一連の煩瑣な審査手続きのため多くの企業は无异议函を獲得することができず、とりあえずは海外上場計画を放棄するほかはなかった。无异议函が実施されるようになった 2001 年の場合、中国企業の紅籌上場方式での資金調達額は 202 億人民元。調達額は 2000 年の紅籌調達額の 18 分の 1 であった。中国企業の海外上場は、一気に圧縮され厳格な制限を受けることになった」(李/蘇/朱 (2011) 43)。ではこの時期はなぜ終わったのかを次に見よう。

5-3-2. 異議なし書簡時代の終わり

「无异议函は国内資産について、とくに国有資産の流出作用を防ぐ効果を大変良く発揮し始めたが、同時に无异议函の実施は、新たな問題を次第にあらわすようになった。无异议函に達する企業が増えるとともに、これらの企業の上場保証人(保荐人)は監督管理部門が出す无异议函を責任回避する理由として使い、海外上場企業の一連の財務不正事件の責任が監督管理部門に押し付けられようとしていたが、監督管理部門はこうした事件の責任をとっても負えるものではなかった。それゆえにこうした事件が増えるとともに、无异议函は 3 年経たずに廃絶されることになった。2003 年 4 月 1 日に中国証監会は、・・(中略)・・「中国の法律家が提出した国内権

益に関わる国外企業が国外で株券を発行し上場することについての意見書の審査閲読」という文書を取り消した。こうして中国証監会は紅籌上場の国内審査手順を取り消し、1999年の裕興事件が引き起こした无异议函時代の終結が宣言（宣告）された（李/苏/朱（2011）43-44）。

无异议函取り消しの事情について、つぎのような少し別のストーリーを王・馬（2012）は明らかにしている。

「无异议函が実行されたあと、欧亚農業や超大農業などいくつかの民営企業が説明書と事実を厳密に突き合わせずに、証監会の无异议函を得ていることが暴露されて、証監会が審査の責任を尽くしていないのではないかという批判が引き起こされた。そこでこのような批判を避けるため、証監会は2003年4月1日」「无异议函取り消しを正式に宣言した。」（王・馬（2012）23）

无异议函が廃絶されてから、2005年初めに外国為替管理当局の法規が登場するまでの間。中国企業の海外上場の高速発展時期とされる。无异议函取り消しの効果について、李/苏/朱（2011）は以下のように述べている。

「无异议函取り消しのあと、国内の企業と仲介機構は、海外上場の時間をすぐに正確に把握できるようになった。上場の手続き、コストそして時間は大大減少した。証監会が无异议函制度を取り消したあと、中国企業の海外上場はちょっとしたブームを迎えた。」（李/苏/朱（2011）44）

そして刘（2007）によれば、2004年8月11日に証券監督管理委員会が出した 关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知 では興味深い変化が生じる。国内企業に所属する企業が海外上場に至るケースでは、情報公開や財務顧問の職責についてより厳格な規定が設けられた。しかし国外で登記している（中国資本が最大株主の場合を含む）中国資本持ち株の海外上場については、上場や増発などの活動は現地の証券監督機構の監督を受けるとし、国内の株主権保有単位が中国証監会に所定様式で報告するというにとどまり、直接監督権を行使するという姿勢は見られなくな

った（中国证监会不再直接行使监管权）というのである（刘（2007）161）。

希静（2005）は、无异议函の廃止によって、海外上場について主要取締法規は外経貿易部が2003年1月に公布した「外国投資者による国内企業買収についての暫定規定」になったとする。国内の法規や審査批准（審批）手続きとの抵触を避けるため、間接上場が優位になったとしている。

马/张（2006）70は、地方政府と国がとっていた経済政策（海外上場促進策）が、国内企業の海外上場という選択に結びついたことを、以下のよう

に指摘する。

地方政府は、外資を引き付ける手段として、企業の海外上場を促進した。直接国外で外資を獲得して、企業規模を拡大。税収や就業（雇用）の増長を図る。海外上場企業を通じて、地方の優遇策や情報の浸透を図り、国外からの資金流入につなげる。（中央政府については）2003年4月に无异议函が取り消してからは、国内企業が直接海外で発行上場するものを審査批准の対象としたが、海外登記の会社が株券を発行しかつ上場することは審査批准の対象としなかったこと。またこの当時は、商務部と税務総局の規定により、外資公衆股が25%を超える国外上場会社は、外資投資企業として申請でき、各種の税務上の優遇策を享受できたこと。こうした（中央政府の）税務政策も、企業の海外上場を促進した。

問題はこの後の現代までの時期をどうみるか。多数説は2005年以降は規制強化だとしている。私は多数説に従うが、中国の文献には、2003年以降、規制緩和が続いているとしているものもある。比較的最近の文献であるが、西南财经大学金融学院の高（2011）は以下のように、2003年以降、現在まで海外上場について政府の奨励が続いているとする。この指摘は「中国商貿」2011年11月に掲載されたものである。

「近年、中国政府は民营企业の漂洋过海（大洋を渡る）行為に対して積極的態度をとっている。たとえば2003年4月から中国証監会は、国内權益を含む海外会社が海外上場するときの「无异议函」の提出を不要とした。

同時に2004年1月に国务院公布の<关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见>のなかで、「中国政府は海外資本市場を積極的に利用し、条件に符合する国内企業が海外で証券を発行しかつ上場することを支持する」とうたった。このほか中国証監会は、一部の不必要な行政審査手続きの単純化により、国内民营企业の海外上場を段階的に緩和している。」（高(2011) 146 下線は福光）

5-4. 民营企业の海外上場

5-4-1. 間接上場・買殻上場方式の優位

当時の文献により、民营企业の上場方式として、間接上場、その中でも買殻上場が話題になっていたことの再現を試みたい。使用する王/陈(2002)は2002年5月刊行。その次の于刚绪(2002)は2002年10月刊行。いずれも該当時期の文献といえる。

まず王/陈(2002)は民营企业の海外上場の方法を、直接上場、造売上場、売売上場にわけて検討している。著者の肩書は門市資本运营顾问公司であるから実務家であろう。王/陈(2002)は、海外上場の方法を論じて、現在の主流は直接上場と造売上場で、これから流行するのは買殻(买壳)上場だとしている。于刚绪(2002)は、直接上場、間接上場の2方式を比較。間接上場により各種の規制を回避できることを指摘。間接上場の優位を説明している。著者は弁護士(法律家)である。まず王/陈(2002)から。

直接上場については、新規株式公開方式とも呼ばれるとしている。国外の環境にも大変慣れた企業が実施するもので、上場主体は国内企業自身。証券監督部門が推奨する方式でもあり(直接上市是国内证券监管部门比较鼓励的方式)、正常な審査期間はわずか20日とされている。直接上場により国際資金調達市場で名前を出すことは、国内市場での知名度を上げる点でも有利とする。ただし上場に先立って、株式制度改革を実施しなければならないことに加えて、国内国外の監督機関の審査を受ける手順は複雑で、コ

ストも時間もかかる。国内の株式は海外では売買できず、国内国外の監督機関から同時に監督をされねばならない（王/陈 (2002) 56）。

つぎに造売上場については一般的には紅筹方式とよばれるものであり、まず中国の国内企業が海外に〔設立した〕企業（＝殼（売）企業）を登録。この企業が国内企業の株式を〔取得〕支配。その後、海外持株会社名で上場。調達した資金を国内に向けてことで、国内企業の上場目的を達成するというもの。上場主体はこの海外持株会社、すなわち当該殼企業である。と仕組みを述べている。パミュダ、ケイマンなど英米法地区で企業を設立するため、株式の譲渡性や企業がバナンスの面で国際的な要求に適合させやすく、上場資格を得やすい点。と英米法地区で企業を設立する理由を解説している。この海外会社は、国有株（股）、法人株（股）といった中国国内の区別や制約から自由であること。上場申請の手順で国内におけるような複雑な手順から自由であり、上場後、中国証監会の監督はより少なく、新株発行にあたって国内ほどの制約は受けないために、資金調達力が強まること。を挙げる（王/陈 (2002) 56-57）。

造売上場の問題点として以下の3点を挙げています。まず海外公司による国内權益買収については、國務院の通知「海外発行の株券と上場の管理を一步強化することに関する國務院通知」(紅筹指引)の制約を受けること。第二に海外企業による支配のために国内企業を改組するについては、中国証監会に書面で報告を要すること。第三に中国証監会による上場申請にあたっての審査では、海外の株主とは国内の株主あるいは機構であるかどうか、株券の形成と変化の過程について、さらに株券を獲得する資金の合法性について、すべて厳格に判断するので上級部門には時間を要すること（王/陈 (2002) 57）。

买売（買殼）上場については、手続き手順の簡単さ、時間の節約になること、財務上、法律上の障害を避けることができる、などの点を挙げています。国内創業板がなかなか進展しないこともあり、発展の制約を受けてい

る国内の創業型企業にとって、买売上場は合理的選択だと言い切っている。そして続けて、中国民营企业の海外主要上場地点として、香港、シンガポール、米国の3市場の比較表を掲げている（王/陈（2002）57）。

つぎの于绪刚（2002）は法律家である。彼は冒頭で証券市場の低迷と銀行融資の得にくさ、創業板がなかなか実現しないことが重なり、多くの民営高科技企業が海外上場を選択しているとする。資金調達に成功した企業の事例から海外上場の経路を示すことは、助けになるだろうとする。海外上場の基本的な流れは、まず国内で中国証券監会の批复（書面による回答）あるいは无异议函を得ること。その次が上場地での登録審査だが、もちろん前者が鍵になるとしている（关键是关键，尤其是前者）（于（2002）37）。

直接上場の冒頭箇所では、国内上場では時間がかかっているので、基準の経営年数基準を満たしたら、海外発行上場を申請することも可能だと言っている（于（2002）37-38）。

直接上場について（手続きは）まず企業の保証人（保荐人）が仮申請（初步申請）を中国証監会と省クラスの人民政府國務院関連部門に行い、中国証監会の正式受理函を待つ。中国証監会では国家経貿委員会と協議する。中国証監会では受理に同意すると、ただちに正式受理函を発行し、その写しを外経貿部と外匯局（外国為替管理局）に送付する。この中国証監会の正式受理函を受け取ってから保荐人は、香港の取引所に初步申請を行うと同時に、中国証監会に対して「法律意見書」「会計報告（审计报告）」「募集説明書（招股说明书）」を提出する。中国証監会、外経貿部そして外匯局から反対がなければ、中国証監会は、海外上場発行に同意することを批复（文書で回答）する。（これで）該当企業は香港取引所に正式に申請できる。取引所は「創業板上場規則」に適合するかの審査を行い、問題がなければ25営業日以内に上場委員会の審査は終了する（于（2002）38）。

間接上場では、海外会社自身が海外取引所に上場を申請する。海外上場会社の登記場所は、ケイマンあるいはバミューダ諸島、あるいは米国、香

港、シンガポールとなっている。海外上場会社と国内会社の経営者関係は様々なケースがあるが、大事なポイントは、海外上場会社（擬上市公司）が国内会社の経営者に支配されていることである。

これを紅籌股モデルだと考える人がいるが、紅籌股は狭く定義されるとしては述べている。紅籌股というのは、大陸の国有資本が海外で会社を登記して、その後上場するというモデルである。このモデルは国務院が1997年6月20日に出した「关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知」略称「紅籌指引」に従うことを求められる（于（2002）38）。

民営企業の間接上場では、中国証監会が2000年6月9日に発布した「关于涉及境内权益的公司在境外发行股票和上市有关问题的通知」（72号文）が主たる規定で、その条文の規定によれば、民営高科技公司の間接上場では、国内弁護士（律師）による中国証監会宛「法律意見書」が必要である。この意見書は、海外公司の基本状況のほか、手続きなどについての合法性について弁護士が意見を述べるようになっている。証監会では関連主管部門に意見を求め、異議がだされなければ「異議なし書簡（无异议函）」が弁護士事務所宛に出される。（そこで）保荐人は会社を代表して直接海外の監督管理機構に申請できる。したがって間接上場モデルでは、中国大陸の弁護士の選択がしばしば間接上場の鍵となる（于（2002）38-39）。

つまり紅籌股は国有資本の上場モデルでその規制は紅籌指引による。民営企業の間接上場の規制は無异议函によるとして整理する。

なお政府の規制を回避するには、中資（中国資本）の概念に該当しないように、国内会社の株主は国外居住身分を取得し、その国外居住身分のものが租税回避地に上場予定会社（擬上市公司）を登録して、この会社が国内会社の資産あるいは株権を買収すればよい（于（2002）39）と述べている。

最後に直接上場と間接上場とを比較している。間接上場の利点として指摘される第一は会社法（公司法）の回避。中国では株式有限会社を設立するには、国務院の授権部門あるいは省クラス人民政府の特批（特別な審査）

が必要だということ。現物出資できる資産の範囲や、無形資産の出資割合などに中国独特の規制があることなどだ。英文地区（海外）で会社を設立することは、こうした会社法による規制の回避につながる（于（2002）39）。

第二は審査批准制度の回避。直接上場では、二段階の審査批准手続きがあるのに、間接上場では、中国の弁護士が中国証監会に「法律意見書」を提出するだけで（その結果、もし中国証監会に異議がなければ、すぐに海外での行動に移れること）。したがって直接上場に比べて間接上場はプロセスが簡素（簡捷）だとしている（于（2002）40）。

第三は、株式流通に制約がないこと。直接上場では、会社法（公司法）により、株式有限会社は、発起人に対して3年間の譲渡禁止、経営者株式の譲渡禁止規定があるため、全株式を流通（売買）できないという制約を受ける。また国内株式市場への外資の進入、内資の国際証券市場への進入を認めていないため、海外投資者向け株式が増えるに過ぎない。その結果、海外市場では、流通が円滑でないため（不全流通）、会社価値の発現に困難があり、株価収益率が低く、企業の資金調達力が制約を受けている（（于（2002）40） 福光：なおここで于（2002）は以下の表6を掲げている。）

第四として、ストックオプションを実施できること。直接上場では、会社法により、減資の場合を除いて株式の自己売買が禁止されている（金庫株制度がない）ことから、ストックオプションを実施しにくい（于（2002）40）。

第五が国内の外国為替監督の回避。民営企業の間接上場は、中国資本で

表6 香港と中国国内の株価収益率比較（2002年2月）

深圳B股	20.3	恒生指数股	13.8
深圳A股	37.5	紅籌股	16.3
上海A股	38.7	H股	7.2
上海B股	34.0		

注）于（2002）40 香港内地平均市盈率比較から数値のみ引用

はなく（上場主体は「外国企業」）、直接上場（中国企業が海外で上場）でもないので、外汇局の監督管理を当然一切受けない（自然无须接受外汇局的监管）（于（2002）40）。

第六として、会社法を回避できることなど以上述べた5つの利点から国際資本を吸引して、企業の実力を拡大でき、また企業の資金調達能力を引き上げることができること（于（2002）40）。

5-4-2. 民营企业への着目と経営効率改革論の後退

民营企业の海外上場の開始とともに民营企业の海外上場を論じた論文が多数現れる。それとともに国有企業の場合であれば重視されていた、海外上場を経営効率改善の手段として考える視点がしばしば見事に消えている。文献は多数あるのであくまで、例示だがここでは王（2004）と严（2005）などを使う。

王と严はともに中小民营企业の立場で議論している。二人は民营企业の海外上場についてそれぞれ論じている。二人はそれぞれ、海外上場が盛んであることを説明している。しかし、国有企業への視点が欠けていることを反映してか、経営効率の改善に海外上場を生かすという視点が見事に消えているも共通している。

まず王（2004）は2004年7月刊行。2004年の中小企業市場（板）導入にも関わらず、その後も海外上場が盛んであったことを伝えている。もう一つの严（2005）論文は、後述する2005年1月の11号文の直後の2005年3月刊行。いずれも、无异议函後の海外上場ブームを反映した論文である。

まず王の肩書は掲載誌の記者。彼女が繰り返し強調しているのは、2004年に導入された中小企業板が、主板を小さくしただけのもので、3年間の利益計上を求める点に示されるように、米国のNASDAQとは似て非なるもので、创新型科技企业には適合したものではなく、海外上場熱になんら影響しなかったという点である（王（2004）46、48）。

2004年5月現在の数字として、香港の主板に139社、創業板に34社の「大陸企業」が上場していること。またシンガポールには中国企業44社が上場し、「龍籌股（龍籌股）」の愛称が付けられていること。また中規模の製造業が多い特徴があり、こうした投資者の選好（偏好）からすると、情報産業など高い科技業には、シンガポールよりナスダックや香港創業板の方が適しているとしている（王（2004）48）。

そして中小企業板創設の影響が大きくなりえない理由として、まず中小企業創業者は創業者価値の実現を求め、（中国では）株券の流通が制約を受けている問題があり、その不満が民営企業に海外資本市場への選択を促している（所以民営企业的发展更愿意选择境外的资本市场）とする。そのほか中国国内市場の敷居が高く、時間がかかり、いつ資金を手にできるかわからないこと、また再資金調達時に制約を受けること、国内上場コストが低くない上に各種の付加経費（通道费等額外开销）がかかること。これに対して、海外上場コストは透明で、シンガポール上場の場合6-8%とされ、企業が受容できるものであるとして、民営企業の海外上場熱が収まらないことを説明している（王（2004）47）。王は海外上場が多くなるのは、創業者価値の実現を図ろうとする創業者の意思に反して国内法には譲渡禁止規定があり、また国内市場の敷居が高いからとする。

つぎに^严（2005）は直接上場に比べて間接上場が優位にあるとする。^严の肩書は創業投資高級管理人である。彼の関心はすでに述べた離岸公司にある。その目的は、第一に政策的監督統制を避けて国内企業の国外上場をこっそりと実現すること。第二に租税回避地を用いて節税を実現することにある。としている。

^严論文は冒頭で、国内市場の敷居が高く、水道（渠道）にも限りがあるため、資金調達のため海外上場を目指す国内企業はとても多いとして、まず香港の数値を上げる。香港上場のH股、紅籌股そして民営企業は、合わせて304社、総市場価値は2億200万香港元で、香港の株式総時価の3

割を占める（2004年12月末）。また内地股の取引額は香港の総取引額の5割近くに達するなど（^平 (2005) 49）としている。

国内企業が海外上場するモデル（方法）は大変多いが、いずれにせよ中国証券監会の審査承認（审批）を得なければならないとする。適用法の主たるものは証券法の第29条と國務院が1997年6月27日に公布した「关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知」（九七红筹指引）であり、以下は香港市場を例に国内企業が海外上場する各種のモデルを紹介したものである（^平 (2005) 49）とのこと。

最初に紹介されているのが海外直接上場。これは国内登記の会社が、実質的には外資との合弁会社の外資股部分を海外で上場するもので、上場で集めた資金は大陸に送られる。そこで証券監会も奨励しているが、プロセスが複雑で費用も高く、時間もかかる。しかし成功すれば、企業にとり名誉となり、投資者の信頼も得られるという（^平 (2005) 49-50）。

直接上場はプロセスが複雑で、費用も高く、時間もかかることから、多くの企業とくに民営企業は国内の複雑な審査承認手続きを回避して、海外上場では間接上場を選択した。これは殼会社（壳公司）に国内資産を注入。なおこの殼会社は既存上場会社（已上市公司）であってよく、また上場予定会社（拟上市公司）であってよい（^平 (2005) 50）。

続けて^平 (2005) は、境外买壳上市そして境外造壳上市の順に説明するが、大変興味深いことに説明方法はかなり異なっている。前者では捷美控股の事例を克明にたどるという手法がとられ、後者では事例によらず法規の説明が詳しくなされている（^平 (2005) 50-51）。しかしこの^平による境外造壳上市の説明は、海外上場の意味を詳しく解き明かしている。そこでこの部分を以下に引用する（^平 (2005) 51）。

境外造壳上市は、香港、バミューダ、ケイマンなどで登記した会社が、国内資産の持ち株権を用いるか、あるいは国内に同様の役割を果たす外国資本持株会社を設立して、海外会社に比例的権益と利潤を同時に注入、上

場の目的を達することを指している。香港の上場の主要なものは、紅籌股と民営企業である。前者は国内の政府機構が統制する（国有資本を背景とする）会社により国外で設立登記されたものを指し、後者は国内の個人が統制する会社により国外で設立されたものを指している（つまり紅籌股はあくまで国有企業。そのほかに民営企業の海外上場が開始されているというのが^平（2005）のとらえ方である）。企業（国有か民営かは問題にされない）が境外造上市を選ぶ主たる理由は以下のとおりである。第一に政策的監督統制を避けて国内企業の国外上場をこっそりと実現すること。第二は、租税回避地を用いて節税を実現すること（^平（2005）51）。

^平（2005）と同時期の希静（2005）を補足として使う。その内容は^平（2005）とほとんど同一。海外直接上場、海外間接上場についての解説は一言一句ほぼ同じ（両著者の関係は不明）。ただ^平（2005）を超えて書いていることがある。一つは無異議函廃止後の主要適用法律は、外経貿部が2003年1月に公布した「外国投資者并购境内企业暂行规定」だという指摘。

もう一つは、無異議函廃止後の状況として、間接上場（紅籌股）的形式が優勢としたうえで、ナスダック、シンガポール、香港に100余りの企業が紅籌上場していると記述。さらに弁護士刘凤良の意見を紅籌上場が好まれる理由として伝えている点である。以下若干簡略してポイントを書き留めておく（希静（2005）28）。

国内の厳格な資本と外国為替管理を回避して、国際資本の双方向の流動性を実現できる。

海外会社の統制を確保、法律上の外商投資企業に変更することで、完全な外商企業の優遇待遇を享受できる。

登記地の法律に従うことで、中国の公司法や外商投資企業法における規定や煩雑な手順を回避して、持ち株すべての流通、株券の譲渡、担保差し入れ、増減資などを行える。

H股（直接上場）のような複雑な事前審査はなく、ただ登記地の

中国概念股の理論・歴史・現状

法律に従い自主的に会社の改造を行い、審査は本番の審査だけである。

H 股のように募集した資金の国内への回送を強制されることはない、登記地に法律に従い、役員会がどこに投資するかを決定する。

ストックオプション等を実施できるほか、ガバナンスや管理制度の刷新も行える。

紅籌股の株価は、H 股株の株価に比べて一般に高い。その根本原因は H 股発行会社が、海外投資者にはよく理解できない中国国内の法律や会計制度を使っているのに、紅籌股会社は、海外投資者が理解できる、海外登記地の法律や会計制度によっているからである。

表 7 海外上場方式の比較

		上場についての国内審査批准
国外直接上場	H 股	煩瑣な国内審査手続き必要
国外間接上場	造売上市	審査回避（規避）+ 海外での手続きは別途
	买売上市	審査回避（規避）+ 資産注入必要

注）希静（2005）28 境外上市方式的综合对比表を簡略化 表現を手直し

表 8 2004年末時点の中国企業の海外上場状況

類別	数量	時価（流通市值）億人民幣（％）	1家あたり
香港 H 株	109家(40％)	4,897(22％)	44.9
香港紅籌股	84家(30％)	14,962(68％)	178.1
米国単独上場	36家(13％)	1,785(8％)	49.6
シンガポール上場	47家(17％)	454(2％)	9.7
合計	276家(100％)	22,098(100％)	80.1

資料：馬/張（2006）69 表 2 から作成

6. 現状：外国為替（外匯）管理局による規制強化（2005-）

6-1. 規制回避の横行と規制強化（2005-2006）

2005年初めに企業の海外上場については外国為替管理局による文書（11号文）が出される。これ以降であるが、2005年のうちに29号文さらに以上とは性格の異なる75号文と呼ばれる通知が外国為替管理局から出される。そして2006年にいわゆる10号文が出される。これ以降現代に至るまでを、海外上場に対する規制強化の時代とみるのが多数説である。しかし実際の海外上場数は却って増えていることもあり（参照 表9）、すでに見たように異議なし書簡の廃止以降、規制緩和が続いていると主張する文献

表9 中国民营企业上場地点別上場数および構成比の推移

	香港	美国	新加坡	その他	合計	香港	美国	新加坡	その他
1999	2	0	0	0	2	100%	0%	0%	0%
2000	13	5	0	0	18	72	28	0	0
2001	14	0	2	0	16	88	0	12	0
2002	25	0	0	0	25	100	0	0	0
2003	25	8	1	0	34	74	24	2	0
2004	26	10	29	0	65	40	15	45	0
2005	30	6	19	1	56	54	11	34	1
2006	17	9	26	5	57	30	16	45	9
2007	44	31	26	13	114	39	27	23	11
2008	17	6	11	8	42	40	14	26	19
2009	50	15	5	12	82	61	18	6	15
2010	75	39	7	5	126	59	31	6	4
2011	52	18	2	48	120	43	15	2	40
2012	38	4	0	15	57	67	7	0	26
合計	428	151	128	107	814	53	18	16	13

出典：王/马（2013）22表1 合計と構成比を算出して付け加えた。

もある。ここでは多数説により、現在が規制強化の局面であることを確認しておきたい。

叶・王 (2011) は 2004 年 8 月 18 日に発表された商務部国際貿易経済合作研究院の「中国と離岸金融センター 資本流動越境問題研究」が離岸金融センター (= 租税回避地の意味: 福光) が腐敗分子や不良商人に国有資産や公衆財産を飲み込む経路になっており、資本の海外逃避を一段と膨張させているなどの問題を指摘したことが規制強化の契機としている (叶・王 (2011) 75)。李/苏/朱 (2011) はこの報告書には言及していないが、2003 年以来、紅筹上市が妨げるものなく (暢通无阻 chang4tong1wu2zu3) 行われた結果、資本の海外逃避問題が再び重大になったことを指摘している (李/苏/朱 (2011) 44)。王/馬 (2013) は、ここで世論が、中国証券監督管理委員会の不作為が資本逃避に責任があるとしはじめたことが、政策転換の理由だとしている (王/馬 (2013) 23)。

2005 年に 11 号文そして 29 号文さらに 75 号文と 3 つの文書が外国為替管理局から出される。そして後述するように 75 号文は性格が違うという指摘がある。

2005 年 1 月 24 日外管局頒布了《外資の買収における外国為替管理を改善する問題についての通知 (关于完善外资并购外汇管理有关问题的通知)》(11 号文)。この中に国内住民が国内資産あるいは株権と海外企業の株権その他の財産権を交換するときは外国為替管理局の批准承認を受けること (受けなければその株権その他の財産権を得られない) との規定がある (李/苏/朱 (2011) 44)。

2005 年 4 月 8 日外管局頒布了《国家外国為替局による国内住民個人が国外投資登記することと、外資の買収を外国為替登記することに関する問題についての通知 (国家外汇管理局关于境内居民个人境外投资登记及外资并购外汇登记有关问题的通知)》(29 号文) この中に国内住民が国内資産あるいは株権を海外企業に注入し、かつ直接あるいは間接に海外企業の株式ある

いは株券を保有する場合は、企業所在地の外国為替管理局に海外投資と外国為替の登記をしなければならない(登記しなければ海外投資と外国為替の業務を行ってはならない)との規定がある。

このような規制強化に対して、李/苏/朱(2011)によれば、中国の立法史上、前代未聞の説得工作(游说you2shui4)が民間の投資団体、民間企業、弁護士事務所から政府各部門に対して、提言、連名の書簡、決議など、様々な形で行われた(李/苏/朱(2011)45-46)。

そこで出たのが、2005年10月21日外管局颁布了《国内住民による海外特殊目的会社を通じての資金調達と帰途投資について外国為替管理に関する問題についての通知(于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知)》(75号文)で李/苏/朱(2011)によれば、そもそも同じ問題で1年以内に3件の文書が出るのは中国立法史でまず見られない(罕见han3jian4)とのこと。この文書は、国内住民が海外特殊目的会社を設立あるいは支配する前に外国為替管理局の出先などに、海外投資外国為替登記手続きの申請を求めるもので、合わせて手続きの流れや文書の内容を定めている。75号文は、細則を決める一方で、登記権を省クラスに与え、この問題をたちまち解決した。また75号文の実施によって11号文と29号文の関連規定は廃止され、红筹上市は再び回復発展するようになった(李/苏/朱(2011)46)(なおこの75号文が11号文と29号文の過剰規制を緩和したという解釈は、刘(2009)161や叶/王(2011)75-76も言及しているので間違いないだろう)。

ところが、面倒な話であるが、この規制緩和は短命で1年足らずで終わる。2006年9月8日に関連する政府の6つの組織が連合して、六部委連合颁布施行《外国投資者が国内企業を買収することについての規定(关于外国投资者并购境内企业的规定)》(2006年10号 十号文)を出して、規制は再び強化されて現在に至っている。

この2006年の10号文については、李/苏/朱(2011)や黄/陈(2011)、叶/

王 (2011) など多数の文献がやはり規制強化の法規としているので、私もこの多数説に従う。

この十号文の規制は3重の規制とされる。黄/陈 (2011) の記述によると、まず国内企業が資金調達 (红筹) の組織を海外に設立するに先立って外国為替管理局での登記と商務部の審査批准 (审批) が必要。つぎに資産を海外企業に注入 (置入) するには商務部の審査批准が必要。そして最後に海外上場については証券監督管理委員会の審査批准が必要。

冯禹丁 (2007) は、红筹上市により海外上場したものと、それを利用できない者との間で税制の扱いで不平等が生じていること。資本所得税のほか、資本利得税の扱いの不平等が問題にされたこと。などを指摘。こうした考え方が2006年の10号文につながったとしている。そして环球弁護士事務所の牛振宇によれば、75号文と10号文との目的は一緒に、红筹モデルを海外資金調達を目的とするものとして規制することで、これを税金逃避 (避税) 目的に使っている二セ外資 (假外資) に、打撃を与えることにある。

しかし実際には、中国企業の海外上場はこの10号文のあとに2007年あるいは2010-2011年に最大のブームがくるので、なぜ件数が減らなかったのか。大きな矛盾がある。

なぜ増えているのか。企業や関連機関は関連規定の拡大解釈によって、この3重の規制を回避して (绕过 rao4guo4 して) 红筹上市の目的を達するようになったとされる。それは水が狭まったところを押し通る様 (闯关 chuang3guan1) と形容されている (10号文による規制を伝える黄/陈 (2011) の表現。これは2011年12月に刊行された論文で、著者の論文刊行時の著者の所属は黄が中国证券監督会福建監管局、陈は民間の会社名である。)

10号文によって、民間企業の海外上場に対する監督管理は一大強化が図られたが、その結果は、規制逃れの闯关、海外上場の探求につながったとしている (黄/陈 (2011) 8)。

回避の方法としては、1) 既存の外国所有 (外商) 企業の再投資、合併、

株主権譲渡，増資であるという形をとることで商務部や証券監督管理委員会の審査批准を回避するもの。2）協議統制モデル（VIEモデル）：外資企業が直接国内企業を買収することなく外資に禁止されている業種に参入するときにも用いられる方式で，まず国内に100%外資子会社を設立。この企業が国内実体企業のためにサービスを契約で提供した形式をとる。つぎに外資子会社にサービス費用の支払いの形で利益を支払うというもの。3）最後に海外に設立される特別目的会社SPVの株主に，外国籍の親族や友人をあてることで10号文の規制を回避するもの。以上の3つを紹介した上でいずれも政策上法律上のリスクがあるとしている（黄/陈（2011）8）。おそらくこのような绕道（rao4dao4）あるいは闯关（chuang3guan1）が多いのではないか。

近刊の王・马（2013）は以下のように説明する。10号文は民营企业が海外上場する道を閉ざしたが，規定は過去には遡らず，多くの企業はすでに海外上場を完成していた。そこで2007年は民营企业海外上場の盛り上がった年になった。では2008年以降はどうだったか。まず2007年中国の国内株価は歴史的な高さになり，多くの企業が国内上場の準備を開始していた。ところが2008年には米国金融危機の影響で海外市場の吸引力は減少。他方，2008年中国では4兆元の投資が実施され，世界中で中国だけが好景気となった。法律家たちはVIE方式ほかの方式で10号文の制限の突破を図り，海外上場は再び増加するに至った（王・马（2013）23）。

まさにこの問題を扱っている李/苏/朱（2011）の『红筹博弈』は，2006年8月8日に10号文が出されたときの衝撃を後記に記録，民营企业の红筹上市を実現するため，中国の弁護士の知恵が十分に示された（中国律師的智慧也得以充分的展现）と記述している（李/苏/朱（2011）62）。王/马（2013）は法律家の努力に加えて，外部環境が影響したことを「2008年の4兆元投資に伴って現れた世界で我が国経済だけが良いという局面のもと，法律家など仲介組織は，VIE方式あるいはその他の方式を採用して10号文の

制約に挑み、民営企業に対する法律の制限を突破して海外取引所の熱気に達し、海外上場数量は新たな高みに達した」(王・馬(2013) 23)と表現している。

確かにこの説明は、2010 - 2011 年までの一応の説明にはなっているが検討すべき論点を 3 点付け加える。一つは、10 号文が何を規制しているかであるが、私は民営企業の海外上場も規制のターゲットだと考えるが、狙いは主として国有企業にあるとの理解も一部にはある(叶/王(2011) 76)。そのように考えると、2008 年以降の民営企業の海外上場の復活は政府の許容の範囲だったのではという推測が最初の点である。二つ目は 6 - 3 . で述べる中小企業金融問題との絡みである。一点目とも関係するのだが、中小企業金融の立ち遅れを外資で補うということが、この時期もあるのかどうか。検討する価値はありそうだ。そして最後に、プライベート・エクイティ投資が、中国における株式市場の発展の歴史を裏から説明するという仮説をどう考えるか、さしあたって中国企業の海外上場は、こうした PE ファンドや外資系金融業者がそもそも仕組んだお話しではないか、という説がある(最後の節で論じることにする)。これは 6 - 4 . で述べる。

6 - 2 . 海外上場の問題点の指摘

2005 年 2006 年に規制が強化される直接の契機は 6 - 1 で述べたとおりである。しかし文献をたどると、さまざまな問題の指摘を同時期の 2006 年の文献に確認できた。

ただ同時に、海外上場に対する批判は、「圈钱 quan1qian2」という古い言い方で昔からささやかれているということも指摘しておきたい。辞書を引くと圈銭の意味は「投資者から非合法に金銭を集めながら相応の利益を決して与えない」(現代汉语词典, 6 版, 2012, p. 1075) ことを指すとのこと。そのさらに具体的な意味は、コストが高く割に合わない(成本高 cheng2ben-3gao1, 不划算 bu4hua4suan4), 理解されがたく資金は容易に得られない(沟

通差 goultonglcha4, 难融资 nan2rong2zil), ローカル企業に必要なし(区域性, 无必要)などといったところである。

とりあえず早い段階の例として探し出した楊(2002)のコラムは『新経済』という雑誌の2002年8月に掲載されたもの。表題が「也谈“海外圈钱”」とあり, 海外圈钱は, 海外上場の俗称だとしたうえで, さきほど具体的な意味としたことを, 圈钱の議論される内容そのものだとしている。

つぎに海外上場の問題点が, 10号文が出された2006年当時どのように考えられていたか, 马/张(2006)そして胡国晖(2006)から引用する。前者が2006年1月, 後者は2006年7月刊行である。いずれも10号文の出現直前であるが, 海外上場の問題点が詳細に書き込まれている。著者の所属は, 马は中央财经大学经济学院の博士課程在学, 张は青岛大学经济学院修士課程在学とある。なおその次の胡は武汉大学经济与管理学院所属とある。

まず马/张(2006)は以下の表10を掲げて, 1993年7月に青岛啤酒が香港市場でB股を発行して以降, ますます多くの国内企業が海外での株式発行と上場を選択するようになったことを示している。注目されるのは相対的な海外市場の大きさで, 国内株価の低迷もあり, 時価総額で海外市場の方が国内より大きくなっていることである(马/张(2006)69)。

そのうえでなぜ国内企業が海外上場に熱心であるかを説明している。

まず国内の上場プロセスが複雑で時間がかかること。企業を組織変更して上場まで1年から2年。4-5年かかることをもめる。これに対して海外発行ではなにより予定時期が明確である。ビジネスでは発行時間があまりに長くかかることは, ビジネス機会を失うことにつながる。つまり国内上場の機会コストは高い(马/张(2006)69)。

第二に国内では上場の各種条件, つまり敷居が高いのに, 海外では適切な市場を探せば上場市場が得られるというもの。海外では, 主板, 創業板, 店頭売買市場は海外では異なった市場であり, ささまざまな類型と規模の企業のニーズに合った市場があること(马/张(2006)69)。第三に海外市場で

中国概念股の理論・歴史・現状

表 10 国内市場と香港中国株市場の時価の推移

年末	中国国内市場株式流通時価(1)	香港H株, 紅籌股流通時価(2)	(2)/(1)
2001	14,463	10,733	0.72
2002	12,484	9,962	0.80
2003	13,178	17,040	1.29
2004	11,658	19,859	1.70

資料：馬/張 (2006) 表 1 から作成 国内は上海と深圳の合計 単位は億人民元

表 11 各市場での中国企業 IPO 推移 2005-2007 金額単位は Million\$

主 板	2005	融資額	平均	2006	融資額	平均	2007	融資額	平均
香港	37件	19,013	514	39件	41,284	1,059	52件	31,127	599
NYSE	1	396	396	3	481	160	18	4,491	249
NASDAQ	7	719	103	6	527	88	2	1,469	133
新加坡	20	202	10	24	1,337	57	16	1,988	76
東京	2	93	31	6	132	22	5	135	27
創業板	2005	融資額	平均	2006	融資額	平均	2007	融資額	平均
香港	8件	75	9	6件	227	38	1件	256	256
新加坡	6	24	4	2	11	6	1	15	15

資料：周/林 (2008) 600 表 1 を組み換え抜粋。表の中で東京の融資額が低いこと、2007 年の香港創業板の融資額が高いことなど、いくつか気になる数値がある。

は株券全部の流通が実現していて、発起人に有利な退出が可能であること(馬/張 (2006) 70)。

第四に一部の国内大企業は資金調達のほか、海外上場を通じて企業ガバナンス改善を図ろうとしていること。また一部の海外志向企業には、国際的認知を獲得する機会であり、企業のブランド価値を上げ、経営を発展させる機会である(馬/張 (2006) 70)。

第五に一部の主要取引所は株式会社化したこともあり、上場資源のグローバル化に積極的である(馬/張 (2006) 70)。

そしてつぎのような政策的背景を付け加えている。

1. 多くの地方政府が海外上場を外資を吸引する重要手段として推進し、海外進出にいろいろな優遇措置をほどこして積極的に海外上場を奨励したこと（马/张（2006）70）。
2. 2003年4月に中国証監会は中国国内に権益のある企業の海外上場についての「異議なし書簡」（制度）を取りやめて、国内で登記した企業が直接海外で発行上場することにのみ审批（審査承認制度）を残した。これは、民営企業が海外で企業を登記し、株券を発行して上場することは、もはや审批しないということであり、国内企業の回り道海外上場をすっかり容易にすることになった（马/张（2006）70）。
3. 我が国の商務部税務総局の規定は（外資公衆股が25%を超える）海外上場会社に、外商投資企業として扱われることの申請を認めて、税率の減免など各種の優遇措置を享受させている。このような税収政策は企業が海外上場に熱心になる一因である（马/张（2006）70）。

马/张（2006）は、海外上場の問題点を詳述している。

第一は、海外上場は、国内株式の投資資源の流失になり、株式市場の資金規模拡大を妨げるという点である。また中国で、投資信託（投資基金）や社保基金、企業年金、保険資金などの機関投資家資金（機構資金）を積極的に推進しており、それらの個性的投資戦略を進めあるいは分散投資を進める上で、優良な企業の海外上場は障害になる。（すでに掲げた表からも伺えるように、この論文が書かれた当時、海外市場の急速な発展により、時価では海外市場が国内市場を上回る状況があり、そのことが、海外上場に対する「反感」あるいは「批判」を強める論拠になっていたのではないか。少なくともこの時点では、中国企業の海外上場が圧倒的に香港に集中している。）（马/张（2006）70）

第二は、株式市場の発展に伴う印紙税（印花税）、営業税の税収。関連する業務からの所得。海外上場は、これらを失うことであるから、国民収入の成長（増長）が低まることになる。とくに国内で独占的な地位にある大型国有企業が、海外で上場して、国内市場で独占して獲得している利潤を

海外の投資家に分けることは国民収入の流出となる。(福光：集めた資金に対するコストの大きさについて、香港では20%、米国では13 - 18%、シンガポールで8% - 10%と指摘している。この数値でみると香港はかなり高コストということになる。)(马/张 (2006) 70-71)

第三は、内外の株価体系の混乱に拍車をかけることである。現在は同一の株であっても、海外では国内より株価が低い。IPO 時の株価収益率(例 香港主板市場は国内主板の30%前後)、上場後の株価収益率(例として2004年末の香港H株平均15.59倍に対して上海は24.23倍、深圳は24.63倍)。一部の学者は海外での発行上場は株価決定権につながり、株価を押し下げることになると指摘している(马/张 (2006) 71)。

以上の马/张 (2006) の指摘のうち、国内市場にとっての優良な資源の流出という指摘は興味深い。2005年の中国経済年鑑の林应苗による「股份制的改革与发展」にも以下のようなフレーズがあった。

「多くの国内企業が国外で上場したことについて、国内資本市場から言うなら、(これは) 優良な上場資源の流出であり、また広大な投資者がさらに多くの投資選択機会に触れる上で不利である。差し迫って有効な措置の必要がある。国内資本市場の改革と発展をさらに速める必要がある。(林应苗 (2005) 875)

実は外資による買収で国有資産が海外流出しているのは問題であるという批判は2006年以前からある(参考 李 (2005))。上場資源の流出という表現は、その問題を証券市場に置き換えたものといえる。

そして国内市場にとっての優良な資源の流出という指摘は、その後も散見される。たとえば財会通讯学术版2007(5)に掲載された、简建辉の「中国企业海外上市问题及其对策研究」は中国企業の海外上場の「外嫁 wai4jia4」として、この点を詳述している(简建辉 (2007) 3)。この論点が興味深いのは、海外上場に対して抑制的な行政機関の対応を理由付けることにもなるからである。なお简建辉 (1978-) は華北電力大学工商学院講師

である。

次に胡国晖 (2006) は多くの文献とは全く異なる書き出しで始める。多くの学者は海外上場の利益を説くけれども、一部の学者はつぎのような異論を出していると始めるのである（胡国晖 (2006) 57）。なお胡国晖 (1968-) は武漢大学経済与管理学院の博士課程学生でかつ武漢理工大学副教授。

1. 求められる監督管理は厳格で、コストも大きく、発行価格が極めて低くなるなどのリスクも存在する。さまざまなリスクにもかかわらず海外上場するのは「なぞ」だ。
2. 海外市場の方が流動性が高いという解釈があるが、実際の株価が示すところでは実態はその逆。そもそも海外で上場する中国企業の多くは、顧客も投資家も国内にいる企業で海外上場に広告効果はなく、低い株価はマイナス効果にしかっていない（胡国晖 (2006) 57-58）。

次に西欧の学者は財務理論を前提に海外市場上場を分析するが、そこには企業の追求する目標が企業価値の最大化であるといった、成熟した市場経済条件のもとで近似的に成立する前提がある。しかし中国では、さきほどのコストの大きさにも関わらず海外上場を選択していることに見られるように、中国企業が追求する目標は先進国企業のそれとは異なっており、その目標は多元的で複雑だとする（胡国晖 (2006) 58）。

改革開放政策のもとで海外上場が生じたことからすると、時代的背景を無視できない。中国企業の海外上場の謎を解くには、マクロ環境や歴史背景の入手からスタートした、基礎的実証研究こそ価値があるとしている。

そこで胡国晖 (2006) がまとめているのは、改革開放政策の歴史である。1980年代に改革開放政策を進めるにあたり、問題となった、国内資金と外貨（外匯）との両方が不足する两个缺口を解決するため考えられたのが、外国からの借款。そして外資を吸引するために考えられたのが株式制度の導入だったとする。そして国内企業が香港で上場するうえでの法律、会計、上場方式問題が解決されて、1993年6月 青島啤酒の公募発行が成功す

る（胡国晖 (2006) 58）。

胡国晖 (2006) は続けて、国有企業の海外上場がなぜ続いたかを説明する。まず若い国内市場と海外市場とでは大きな違いがあったことである。その中で、多くの企業が国外に向かったのはまず時間の節約の問題と、集める資金量の大きさの問題。当時の国内市場は決して十分な深さはなかった。証監会は2つの意味で大企業に海外上場を促した。一つは国内の株価や流動性へのマイナスの影響を減らそうとして。またもう一つには、当時、上場企業の質は必ずしも高くなく、市場は投機的で企業価値は客観的でなかったことにあるにある。そこで優良な企業は、まず海外で上場して、国内投資者の間での評価を高めようとしたとする（胡国晖 (2006) 58）。

最後に国有企業改革との関係を指摘している。国有企業の効率やガバナンスの改善は中国経済の大きな問題だが、成熟した海外市場の力を利用して、国有企業に海外上場を促すことで、その効率やガバナンスを高めようとすることは、国有企業の改革において、政府によって意図的に実施されているとしている（胡国晖 (2006) 58-59）。

6-3. ブームの解釈 中小企業金融の困難

10号文により外形的な規制強化にもかかわらず、実際には海外上場がさらに増えていった。その理由として、ここまででのべてきたことのほか、以下では近年の論文から2つの論点を加えたい。一つは中小企業金融の不備という問題である。そしてもう一つはプライベート・エクイティ（未公開株）投資という問題である。

中小企業金融の不備から論じる。これは上場制度を含め中小企業金融への不備が、海外上場への圧力になるという考え方。この議論がこれ以前の上場制度についての問題指摘と違うのは、問題を銀行の在り方とからめて提起し、中小企業金融に絞り込んで議論している点である。

たとえば王静 (2009) は、商業銀行の業務が国有企業への貸付に偏り、

民営企業から借入を受けるのが難しいとする。証券市場の上場についても、もともと国有大型企業を念頭に上場企業の要件を定めたため、その敷居はかなり高くなっている。2004年に中小企業板が導入されたものの、その敷居は主板に比べて十分低いとはいえ、審査には時間がかかる状況だとする（王静（2009）30-31）。

そこで引用されている数値は興味深い。中小企業板登場でただちに申請にならな企業は2,500社あまり。同板の基本条件に符合する申請企業は1,200社あまり。そのうち組織改正をしたか今まさにしているものが500社。すでに指導時期を終えたものが335社。しかるに毎年の中小民営企業の上場数は数十社。これから指導時期に入る企業は、審査に入るのに少なくとも3年かかるというのである。また並んだとしても、そのうちの3分の1しか上場に成功しないという（王静（2009）30-31）。

なお王（1970-）は西北政法大学の副教授でかつ長安大学経済管理学院博士課程の学生。

上場待ちの問題は昔から繰り返される指摘。しかしそれを中小企業金融の問題の一つと考え、間接金融（融資）の銀行の問題はこうだといったあとに、直接金融のなかの株式市場ではこういう問題があるという「書き方」は新しく近年のものだ。

同様の視点は、中小企業の海外上場問題を論じた高（2011）にもみられる。この時期、中小企業という視点と海外上場問題を結びつけた論文が散見されるのは、海外上場問題が中小企業金融の不備あるいは困難という視点から議論されるようになったことは間違いないだろう。

なお上場待ちは古くて新しい問題。証券分野で多くの著作がある刘建华は次のように言う（刘（2012），158）。

「中国国内の上場は核准制を採用しており、業績もよく急ぎの資金需要のある拡大中の優良企業は株式上場による資金調達をすることが難しい。上場希望する企業が3,000社あまりあるなか、国内で上場に成功するもの

は100社足らず。これを通道制ともいう。上場の順番を並んで待つ様子は「千軍万馬過独木橋」(大量の軍馬が一本の木橋を渡るかのよう)。とても沢山の企業がとても長い時間待たされている。」(劉(2012), 158)。これが上場圧力になるということだが、その圧力の大きさは想像を絶するものがある。

では上場待ちができるのは、取引所の問題なのかということ、中小企業の側にも問題があることが、次の周(2009)が伝える、非上場中国企業の現状についての記述から推測できる。

「上場前の中国企業の運営はしばしば規律を欠き、関連する資産や財務情報の記録が整っていない。上場を決定したあと、大量の数値の欠落は、上場戦略遂行の大きな障害になる。中国企業の上場で一般的な問題は、企業の所有権(股権あるいは資産産権)の証明文書と資料が整っていないこと、異なる法律文書内に所載の資料が不一致であること、関係者取引(関連取引)があまりにも沢山あって十分開示できないこと、大量の現金取引が十分な証明書なく提供されていること。時には明らかに税務上の優遇措置を受けているものの税務機関から授けられる詳細な文書を欠いていること。上場を進めるために、大量の文書を補充し整理するには相当長時間が必要。」

「一部の民営企業では家族の生活費と会社の費用とが混在して、規律のある財務制度になっていない。……(また)グループ企業、関連企業、大株主との間で複雑な担保あるいは貸借関係が生じている。このような関係を整理するには、大量の時間の労力が必要である。」

6-4. 注目される PE ファンド主因説

もう一つの問題も文献上では近年、急に注目されるようになったもので、PE(私募股権)ファンド、あるいはVE/VC投資と海外上場との関係である(このような指摘を最初に行った文献の初出がいつであるかは調査中)。最後にこの点を述べる。

PE（私募股権）とはプライベート・エクイティ（PE未公開株）のこと。よく議論されるように、このPE投資の出口の主たるものとして、IPOを伴う上場がある。そのことから海外上場について、私募股権投資が影響しているのではという指摘がでてくる。統計数値が公表され始めるのは私が確認しているのは2008年頃から。問題はその数値が大変高かったことである。たとえば「資本市場」の2008年2月号に掲載された私股権投資に関するレポート（暢言（2008））は、2007年の中国企業内外上場数に占める私股権投資に支持された上場数の比率は表12のように高いものであることを明らかにしている。数でみると、海外上場の半分以上が、PE投資に絡んだものだった。また同時に注目される特徴は1件あたりの調達額が低い、つまり規模の小さな民营企业が多いことであった（表13）。

このような民营企业の海外上場をPE投資が主導していることの暴露は、大変衝撃的だったと推測されるが、いつごろからこの数値が行政側に認識されているかは確定できていない。王/馬（2013）23-24は、かなり明確に

表12 2007年中国企業内外上場状況とPEファンド（1）上場数

	上場数量	うちPE絡み	%
海外市場	118	61	51.7%
国内市場	124	33	26.6%
合計	242	94	38.8%

資料：暢言（2008）61より作成

表13 2007年中国企業内外上場状況とPEファンド（2）調達額

	総額（1）	平均調達額	うちPE絡み（2）	（2）/（1）	平均調達額
海外市場	397.44	3.36	149.53	37.6%	2.45
国内市場	650.89	5.24	191.00	29.3%	5.78
合計	1,048.34	4.33	340.53	32.5%	3.62

資料：暢言（2008）61より作成 金額単位 億ドル端数切捨て

海外上場における海外 VC あるいは PE 投資の役割を繰り返し述べている。

「もしも民営企業がその発展の途中で海外の PE, VC の投資を得たなら、海外上場は基本的には唯一の選択である。」(王/馬 (2013) 24)

広州証券研究所の鄭徳理ほかの研究 (2010) によれば、中国の私募股权投資は、2005 年から 2008 年にかけて爆発的な増加が生じている (鄭/欧/孫 (2010) 145)。

かれらによれば、この投資は 3 期に区分され、現在は 3 段階目。第一段階は、1992 年に海外資金を呼び込んで始まった当初の段階 (企業制度が模索段階にあり海外市場への退出が十分でなかったことなどから 1997 年までにほとんどが解散)。第二段階は 1990 年代末の政府主導の創業投資 (ネットパブルの崩壊で収束)。3 段階目は、この 2 つの先行する段階に続くもので、政府主導の産業基金の不断の拡大を特徴としている (鄭/欧/孫 (2010) 145)。

とくにグローバル金融危機以降、以下の新たな特徴が顕著とされる。外資資金の管理人材が中国本土化 (中国人により大陸からなされる)。政府資金が重要な位置を占める (披見した資料からは政府資金の比重は判明しなかった: 福光)。海外投資ファンド (基金) が再活性化。民営企業の資金調達でますます重要な役割を果たしている (鄭/欧/孫 (2010) 145) など。

なお 2009 年 6 月段階で、中国国内市場で活動しているファンド数は 560 余り。総募集金額は 3,095.1 億米ドル。その中の外資の比率は 95% としている (鄭/欧/孫 (2010) 145)。その金額を試算してみると 2,940 億米ドルである。

また 2004 年から 2008 年までの新規投資額をみると、2005 年から 2007 年の間に金額面で飛躍的拡大があったこと。2006 年から 2007 年にかけて業種別投資先に大きな変化があったなどが分かる (表 14 表 15 を参照)。

こうした資料や統計は、私の旧稿が問題にしたアメリカへの上場についても、アメリカの PE ファンド主因説に説得力を与えるものである。ただ

具体的なファンドの名前と個別の海外上場スキームとの関係を暴露したような資料は現在あらわれていない。PE ファンドと上場との関係は指摘できるものの、なおそこに留まる。その意味で今後実相に迫った資料の登場を期待しておきたい。

表 14 新規私募股权基金投資状況 換算レート 1米ドル = 6.83人民元

	PE 数量	PE 億米ドル	PE 億人民元	PE/GDP
2004	253	12.69	86.67	0.05%
2005	233	10.57	72.19	0.04%
2006	435	121.37	828.96	0.39%
2007	617	221.77	1,514.69	0.59%
2008	762	287.54	1,963.90	0.65%

注) 郑/欧/孙 (2010) 145-146 表 8 表 9 をまとめた。各年の増加分、新規投資額を示す。

表 15 新規私募股权基金投資業種別内訳

	伝統産業	サービス	生物医薬	環境技術	広義 IT	その他
2006	47.8%	38.4%	9.0%	2.5%	2.3%	-
2006 金額	58.0	46.6	10.9	3.0	2.8	
2007	65.0%	10.6%	5.1%	3.9%	15.4%	-
2007 金額	144.2	23.5	11.3	8.6	34.2	
2008	63.1%	12.1%	1.8%	9.7%	12.6%	0.7%
2008 金額	181.4	34.8	5.2	27.9	36.2	

注) 郑/欧/孙 (2010) 147 表 13 を基礎に作成。金額単位は億米ドル。

表 16 私募股权基金 (VC/PE) 投資の背景を持つ中国企業内外上場数

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
上場数	39	94	35	77	221	171

注) 张亦春/林木顺 (2012) 7 図 2 より。海外上場数については実数が掲載されていないが同図 3 から上場数全体に対するおおむねの比率は読み取れ、投資の出口の主流が 2008 年頃を境に国内上場に移ったことは分かる。2007 年 6 割。2009 年 4 割。2011 年 2 割弱など。実数の資料を探している。なお周 (2009) により、VC/PE 背景をもつ海外上場数のうち以下の 2 年分が判明する 2007 年は 61 (65%)、2008 年は 12 (34%)。

文件

- 关于境内企业到境外公开发行股票和上市存在问题的报告 证委发第 18 号 1993-04-09
- 股票发行与交易管理暂行条例 证委 1993-04-22
- 国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定 国发《1994》160 号, 1994-08-04
- 国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定 国发《1995》189 号, 1995-12-25
- 国务院关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知 国发《1997》21 号, 1997-06-20 (简称“红筹指引”)
- 关于企业申请境外上市有关问题的通知 证监发《1999》83 号, 1999-07-14
- 中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定, 2003-10-14
- 国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见 国发《2004》3 号, 2004-01-31
- 国务院关于 2005 年深化经济体制改革的意见, 2005-04-04
- 关于外国投资者并购境内企业的规定 (2006-08-08) 商务部 国贸委国家税务总局 国家工商行政管理总局 证监会 外管局令 <2006> 第 10 号
- 国务院关于进一步做好利用外资工作的若干意见 国发《2010》9 号, 2010-04-06

文献

- 徐文才, 谈石化企业境外上市, 中国石化, 1998-08, 4-6
- 丁益, 走出国门后的反思 - 中国企业境外上市的得失, 经济异刊, 2001-05, 40-47
- 夏斌, 中国“私募基金”报告, 金融研究 (254), 2001-08, 18-31
- 王晓滨 / 陈石, 民营企业境外上市的方式与时间地点选择, 开放滩, 2002-05, 57-58
- 杨愉朗, 也谈“海外圈钱”, 新经济, 2002-08, 49
- 于绪刚, 民营高科技企业境外上市的路径选择, 中国科技产业, 2002-10 (160), 37-40
- 崔远森, 中国企业境外上市动机及影响因素分析, 上海金融, 2004-04, 10-12
- 王丽红, 中小企业板难挡境外上市热潮, 中国创业投资与高科技, 2004-07, 46-48
- 毛元斌, 国有企业改革与发展概况, 2004 中国经济年鉴, 2004-11, 830-833
- 严荣华, 境内企业到境外上市的法律与实践, 产权导刊, 2005-03, 49-51
- 李金泉, 谈外资并购中的国有资产流失问题, 金融与经济, 2005-04, 20-21
- 叶永良·长启主编富, 证券投资学, 北京: 经济科学出版社, 2005-12
- 希静, 境内企业如何到境外上市?, 中国科技财富, 2005-05, 26-28
- 毛元斌 张培拔, 国有企业改革与发展概况, 2005 中国经济年鉴, 2005-11, 857-

861

- 林应苗, 股份制的改革与发展, 2005 中国经济年鉴, 2005-11, 873-875
- Carl E. Walter and Fraser J. Y. Howie, *Privatizing China inside China's Stock Markets*, 2nd edition, Wiley: 2006
- 马达/张方杰, 我国企业境外上市的发展现状, 利弊分析及对策, 全国商情, 2006-01, 69-71
- 冯禹丁, 红筹上市再遇“十号文”恐慌, 商务周刊, 2007-04-20, 60-63
- 简建辉, 中国企业海外上市问题及其对策研究, 财会通讯学术版 2007 (5), 3-4, 9
- 胡国晖, 中国企业境外上市动机辨析, 中国流通经济, 2007-07, 57-59
- 侯玉娜/李振一, 国内私募股权投资基金发展思考, 合作经济与科技 (334), 2007-12 上, 50-51
- 田孟清, “假外资”: 现状, 危害, 成因与对策, 武汉大学学报(哲学社会科学版), 61-1, 2008-01, 11-17
- 畅言, 2007 年中国创业投资和私募股权投资市场高速发展, 资本市场, 2008-02, 78-85
- 葛正良编著, 证券市场学, 上海: 立信会计出版社, 2008-03
- 中国证券监督管理委员会, 中国资本市场发展报告, 北京: 中国金融出版社, 2008-06
- 何龙斌, 我国假外资现象的动因与对策, 现代经济探讨 (9), 2008-09, 31-34
- 周焯/林小艳, 国内企业上市的动机及市场选择策略研究, 中南大学学报(社会科学版) 14-5, 2008-10, 598-603
- 陈甬军, 张小京, 庄尚文, 中国现代市场体系建设 30 年, 林岗, 王一鸣, 黄泰岩 主编: 中国经济改革发展报告 (2008), 北京: 经济科学出版社, 2008-12, 60-86
- 王静, 我国中小民营企业境外上市融资策略研究, 国际经贸探索 (25-1), 2009-01, 30-35
- 刘乃忠, 中国公司境外上市法律监管现状分析, 企业改革与发展理论月刊, 2009-03, 159-161
- 周焯, 中国企业境外上市的反思及策略建议, 国际经贸探索, 2009-08, 30-33
- 清科, 创业板初审企业背后的 VC/PE, 资本市场, 2009-10, 88-91
- 陈经纬/韩芳, 私募股权基金 (PE) 在中国: 一个典型案例, 经济师, 2009 (11), 12-14
- 福光寛, 中国证券监督管理委员会「中国资本市场发展简要回顾」について, 成城大学经济研究 189, 2010-07, 83-105
- 郑拔理/欧阳铭/孙路, 中国私募股权投资基金发展研究, 金融发展评论, 2010-08,

136-158

- Carl E. Walter and Fraser J. T. Howie, *Red Capitalism: the Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise*, Wiley: 2011
- 苏辉, 海外“圈钱”, 新经济, 2011-01, 60-63
- 黄丽, 原红筹架构企业境内上市相关问题分析, 财务与会计, 2011-01, 26-28
- 李寿双/苏龙飞/朱锐, 红筹博弈 - 十号文时代的民企境外上市, 中国政法大学出版社, 2011-02
- 李宇·姚倩, 证券投资基础: 天津大学出版社, 2011-03
- 付雅婷, 对中国企业境外上市的研究 - 以在美国上市为例, 商场现代化 (641), 2011-03, 33
- 王杰/王霞天, 国内企业选择在境外上市的原因探析, 时代金融 (453), 2011-08, 49
- 高婧杨, 我国中小企业境外上市问题分析, 中国商贸, 2011-11, 146-147
- 夏斌 陈道富李南, 十问中国金融未来, 东方出版社, 2011-12
- 黄丽/陈友梅, 透视民营企业不规范境外上市的风险, 财务与会计, 理财版, 2011-12, 8-9.
- 王海燕, 中国民营企业境外上市动机的理论分析, 财会研究 5 期, 2012-03, 50-52
- 刘建华, 中国概念股在华尔街怎么了, 北京: 石油工业出版社, 2012-04
- 郎咸平 孙晋, 中国经济到了最危险的边缘, 东方出版社, 2012-05
- 刘向东/常拔鹏, 中国境外上市私有化退市问题研究, 金融市场 (431), 2012-07, 53-56, 60
- 张亦春/林木顺, 全国私募股权基金退出方式障碍偏好与分析, 现代管理科学, 2012-09, 7-9
- 温铁军, 中国的真实经验 八次危机, 北京: 东方出版社, 2013-01
- 福光寛, 中国概念股的危機で見えてきた諸問題, 成城大学経済研究 199, 2013-01, 59-102 (福光 2013a)
- 加藤弘之/渡邊真理子/大橋英夫 『21 世紀の中国 経済篇 国家資本主義の光と影』朝日新聞出版, 2013-02
- 王仰光/马耀坤, 1999-2012 年我国民营企业境外上市的总结与未来展望, 经济学研究, 11-2, 2013-03, 21-25
- 连希蕊, 外资 PE/VC 的中国之路, 财经界, 2013-03, 48-51
- 福光寛, 中国概念股的危機はなぜ生じたのか, 成城大学経済研究所研究報告 64, 2013-07, 1-36 (福光 2013b)

China concept stock is another name of Chinese related stocks listed abroad. At the introducing of joint stock companies Chinese leaders thought listing abroad in

future would supplement their insufficient funds for growth and have good effects in management reform of national companies. High pressure among private companies to avoid regulation annoyed Chinese regulation authorities. After very short time of deregulation Chinese government was seemed to change their policy to restrain foreign listing again in 2006. But I also admit there is some room for discussion because the numbers of foreign listing is still increasing after 2006. I suggest insufficient supply of funds to those private companies and the work of private equity funds might be some part of the answer to this puzzle.