



中国企業の海外上場を巡る大論争

関 志雄※

要 約

1. 中国企業の海外上場は 1993 年の青島ビールの香港での上場に遡る。当時、中国国内では資金不足に加え、証券市場が設立されてまだ日が浅く十分な機能を備えていなかったため、多くの中国企業は、資金調達の間を、香港をはじめとする海外市場に求めた。この状況はその後も続いており、特に 2005 年以降、中国企業が海外市場で調達した資金量は国内市場の分を上回るようになってきた。
2. これを背景に、中国企業の海外上場の是非をめぐる、慎重派と推進派の間で、論争が交わされている。慎重派は、国有企業が海外上場する場合、①国民が中国経済の成長の果実を享受できなくなり、国有資産が流失してしまう、②国家の経済安全保障が脅かされる、③国内資本市場の発展が遅れてしまう、と懸念を表明している。これに対して、推進派は正面から反論し、海外上場のメリットを主張している。
3. 資本市場を発展させていくために、企業の海外上場を阻止するのではなく、国内市場の魅力を高めて、上場企業を惹きつけるべきである。このような認識に立って、当局は、監督体制の強化をはじめ、証券市場の制度整備を急いでいる。現に、2005 年から始まった「非流通株改革」を経て、国内の証券市場の資金調達の間としての機能が大いに向上し、海外で上場している中国企業の国内への回帰が加速している。このように、優良企業の海外上場は、国内金融市場の改革の原動力となっている。

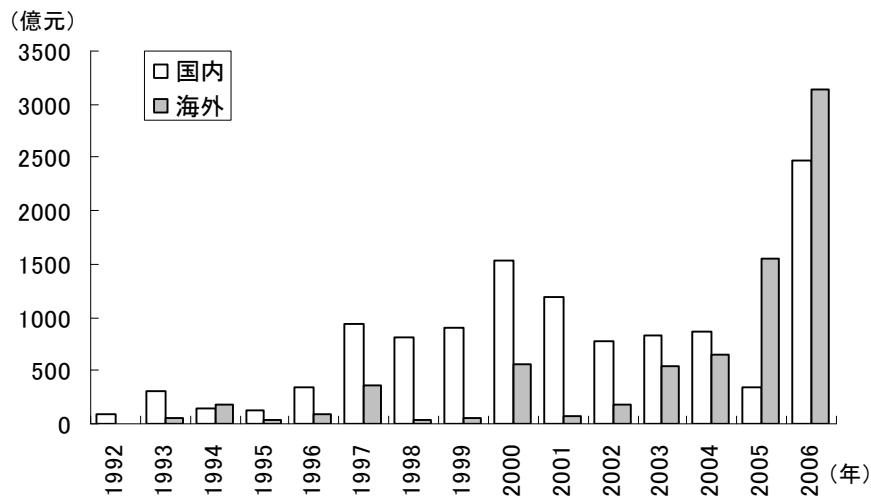
Ⅰ、はじめに

中国企業の海外上場は 1993 年の青島ビールの香港での上場に遡る。当時、中国国内では資金不足に加え、証券市場が設立されてまだ日が浅く十分な機能を備えていなかったため、多くの中国企業は、資金調達の間を、香港をはじめとする海外市場に求めてきた。この状況はその後も続いており、特に 2005 年以降、中国企業が海外市場で調達した金額は国内の分を上回るようになってきた（図表 1）。

これを背景に、中国企業の海外上場の是非をめぐる、慎重派と推進派の間で、論争が交わされている。人民大学の紀宝成学長や国務院発展研究センター金融研究所の夏斌所長をはじめとする慎重派は、国有企業が海外上場する場合、①国民が中国経済の成長の果実を享受できなくなり、国有資産が流失してしまう、②国家の経済安全保障が脅かされる、③国内資本市場の発展が遅れ

※関 志雄 榊野村資本市場研究所 シニアフェロー

図表 1 国内市場を上回った海外市場での資金調達額



(注) IPO と既上場企業の増資を含む。

(出所) 中国証券監督管理委員会より作成

てしまう、と懸念を表明している。これに対して、推進派の代表的論客である中国社会科学院金融研究所の易憲容研究員は、正面から反論し、海外上場のメリットを力説している。

Ⅱ、国有資産の流失に当たるか

人民大学の紀宝成学長は、優良な大型国有企業の海外上場は国有資産の流失につながっていると批判している。多くの企業の上場価格は低い株価収益率（PER）をベースに算出されたため、海外の投資家が割安な価格で株式を購入し、利益を享有する一方で、中国の国民は経済成長の果実を享受できなくなる。その上、上場する前に企業の再編に費やしたコストや高価な海外上場コストも国有資産の流失に当たるといふ。

これに対して、中国社会科学院金融研究所の易憲容研究員は、海外上場における割安な PER と IPO 価格だけを見て、国有資産の流失と見なすことは間違いであると指摘する。なぜならば、そもそも国内資本市場の高い PER は異常だからである。長い間、A 株上場会社は企業の実情とはるかに離れた高い PER で IPO 価格を設定したが、業績がさえず、上場後間もなく株価が IPO 価格を割り込むことがしばしば見うけられた。その結果、多くの投資家は、IPO と増資に興味を失い、A 株市場の資金調達機能が著しく損なわれた。このように、海外上場の場合の割安な PER に基づく IPO 価格の設定は国有資産の流失にあらず、成熟した海外投資家の冷静な行為の結果であると言える。国内市場の高い PERこそ市場の未熟さの表れであり、投資家の利益を損なうという。

易憲容研究員によると、海外上場は企業成長に必要な資金を調達できるだけでなく、コーポレートガバナンスの向上と事業のグローバル化にもつながる。実際、国有企業は海外上場によって資産が流失するどころか、高額な利潤と株価の上昇を通じて国有株主に大きい利益をもたらしている。

Ⅲ、国家の経済安全保障への脅威になるか

大型国有企業の海外上場は国家の経済安全保障への脅威となるのではないかと、人民大学の紀宝成学長が憂色を示している。まず、商業銀行やエネルギーなど、国家の発展戦略を担う企業が海外上場すると、株の所有が海外投資家に分散され、経営決定権も分散されてしまうため、国家の戦略を実行できなくなる。また、国有銀行など金融業の上場企業に出資している海外戦略投資家あるいは株主が、銀行融資の方針を変えることを通じて、資金配分に巨大な影響を与えかねない。さらに、多くの国有大・中型企業は公共財の生産という社会機能を担っており、行きすぎたグローバル化はこの機能を損なうことになる。これらの問題はラテンアメリカをはじめ、すでに多くの発展途上国で見られている。1990年代から2000年代の初めにかけて、ラテンアメリカ諸国は、国内企業の大規模な海外上場により、国内資本市場が大幅に縮小し、資産価格の変動が激しく、周期的な経済危機が多発しているという。

人民大学の楊瑞竜、劉元春教授は、国家の安全保障と国家の戦略利益にかかわる上場案件や買収案件に対しては、企業のグローバル化が進んでいるアメリカでさえ、政府がしばしば介入していると主張する。例えば、2005年に中国海洋石油が米ユノカルに買収を仕掛けようとした際に、米国政府の干渉で実現できなかったと指摘している。

これに対し、易憲容研究員が国有企業の海外上場は国家の経済安全保障への脅威とならないと反論している。まず、海外上場している国有企業の中で、国の持分は過半数になっているのがほとんどである。そもそも、政府が株の絶対的多数を所有しなくても、相対的多数さえ待てれば、企業を支配することができる。これに対し、海外投資家は分散している上、彼らの投資目的は会社の経営への参加よりも、配当とキャピタルゲインを享受することである。中国側は会社の経営権をきちんと支配していれば、国家の安全問題を議論する必要がない。それよりも、大型国有企業が抱えている最も深刻な問題は、これらの企業が、経済安全保障を口実に自らの独占体制を維持しようとしていることであるという。

Ⅳ、国内の資本市場の発展の妨げになるか

一方、国務院発展研究センター金融研究所の夏斌所長は、優良な国有企業の相次ぐ海外上場が国内資本市場の発展を妨げると批判する。上場企業は株式市場の基礎であり、良質な上場企業は株式の投資価値の源泉である。規模の小さい上場企業は、仕手戦における投機対象になりやすいが、大型上場企業の場合、資産規模が大きく理性的な投資家による長期保有の対象となるため、株式市場を安定化させる役割を果たすことができる。しかし、国内で上場している企業は、質の面において明らかに海外で上場している企業より劣っており、一種の「悪貨が良貨を駆逐する」という現象が見られる。優良な大型企業の海外上場は、中国の株式市場全体の質を低下させ、投資家の信頼を損なうだけでなく、国内市場の流動性の低下ひいては空洞化につながってしまうという。

これに対し、易憲容研究員は、資本市場を発展させていくためには、企業の海外上場を阻止するのではなく、国内市場の魅力を高めて、上場企業を惹きつけるべきであると反論している。このような認識に立って、当局も、監督体制の強化をはじめ、証券市場の制度整備を急いでいる。現に、2005年から始まった「非流通株改革」を経て、中国国内の証券市場は資金調達場とし

図表 2 香港で上場している H 株発行企業による A 株の IPO（2006 年 7 月～2007 年 5 月末）

上場日	市場	企業名	金額(百万元)
2006年7月5日	上海	中国銀行	20,000
2006年8月18日	上海	中国国際航空	4,589
2006年10月16日	上海	北京北辰実業	3,600
2006年10月27日	上海	中国工商銀行	46,644
2006年12月20日	上海	大唐国際発電	3,340
2006年12月22日	上海	広深鉄路	10,332
2007年1月9日	上海	中国人寿保険	28,320
2007年2月28日	上海	重慶鋼鉄	1,008
2007年3月1日	上海	中国平安保険(集団)	38,870
2007年4月27日	上海	中信銀行	13,351
2007年4月30日	上海	中国铝业	8,162
2007年4月30日	深圳	潍柴動力	3,903
2007年5月15日	上海	交通銀行	25,204

(出所) Wind 資訊より作成。

ての機能が大いに向上し、海外で上場している中国企業の国内への回帰が加速している（図表 2）。推進派が主張しているように、優良企業の海外上場は、競争圧力を高めることを通じて、かえって国内金融市場の改革の原動力となっている。

著者紹介

関 志雄（かん しゆう）

株式会社野村資本市場研究所 シニアフェロー

1957 年香港生まれ。香港中文大学卒、1986 年東京大学大学院博士課程修了、経済学博士。

香港上海銀行、野村総合研究所、経済産業研究所を経て、2004 年 4 月より現職。

主要著書に『円圏の経済学』（1996 年度アジア・太平洋賞）、『円と元から見るアジア通貨危機』、『日本人のための中国経済再入門』、『人民元切り上げ論争』（関志雄／中国社会科学院世界経済政治研究所編）、『共存共栄の日中経済』、『中国経済革命最終章』、『中国経済のジレンマ』などがある。



Chinese Capital Markets Research