

香港株式市場の中国企業株 (H株)について

一、返還前夜の香港と中国の経済関係

周知のように来年七月一日香港が中国に返還される。返還後の香港の政治、経済構造は維持されるか、また今まで築いてきた世界有数の国際金融センターとしての機能は今後も変わりなく発揮されるか、世界の関心を集めている。一九七八年「改革・開放」政策の実施以来、香港と中国の経済関係は一段と緊密化し、貿易・投資の拡大だけでなく、金融・証券などさまざまな分野での交流も着実に深まり、両者は相互依存関係から一体化へと進んでいる。

現在のところ香港にとって、中国は最大の貿易相手であり、去年の貿易総額（再輸出を含む）約三、六〇〇億米ドルのうち二、八〇〇億米ドル（七八％）は中国との取引であった。また中国は、香港の最大投資相手であり、香港からの累積直接投資額は既に七八六億米ドルに達し、海外投資総額の五八％を占めている。広東省の珠江デルタ地区だけで香港の進出企業は二万三、〇〇〇社を数え、八万軒の加工工場を有し、約四〇〇万人を雇用しているといわれている。一方香港の返還が目前に迫った現在、中国企業の香港進出も急増しており、進出企業数は既に一、八〇〇社を超え、その総資産額は約四二五億米ドル（中国銀行が純資産で計算）、直接投資額は二五〇億米ドルに達し、米国、日本を抜き英国に次ぐ第二位となっている。¹⁾

また金融・証券の分野においても、香港は中国の海外進出の窓口であり、同時に重要な資金調達市場である。現在中国国内企業は海外商業貸付の九〇％までを香港の銀行を通して行い、その融資額は二、三八二億香港ドル

(表1) 主なバックドア・リスティング (裏口上場) 例

現企業名	買収年月	買収元
嘉華銀行	86.3	CITIC北京
友聯銀行	86.8	招商局集团
粵海投資	87.4	粵海集团
CITICパシフィック	90.2	CITIC香港
華潤創業	92.8	華潤集团
首長国際	92.10	首鋼
第一上海投資	92.12	中創、上海万国証券
新海康航業	92.12	CITIC北京 (保利)
東方有色	93.3	中国有色金属総公司
中国光大国際	93.3	光大集团
三泰実業	93.4	首鋼
上海万国	93.4	第一上海投資、上海万国証券
海嘉国際	93.5	鵬源 (精油食品)
首長四方	93.5	首鋼
華人銀行	93.7	華潤集团

(出所) (財)日本証券経済研究所「図説中国・香港の証券市場」、105頁。

(一)香港ドルは約一四四円に達している⁽²⁾。債券による資金調達も増える一方である。さらに近年では香港株式市場においてH株(香港上場の中国国内企業の株式)を発行し、H株とレッド・チップス(赤い銘柄)その大部分は現地子会社を通じて既存の上場企業を買収するいわゆる裏口上場の方法をとっている)と呼ばれる中国系香港現地法人銘柄(表1)は注目の的となり、中国関連銘柄の人気は増している。八月二〇日時点の統計によると、香港株式市場の中国関連上場企業数は七六社(H株・二二社、レッド・チップス・五五社)に及び、時価総額は一、八二〇億香港ドル(一香港ドルは約一四四円)、香港株全体の時価総額の六・八%を占めている⁽³⁾。なかでも主要レッド・チップスの時価総額は一、四七五億香港ドル(九六年八月末)と九四年末の二倍強に増え、香港株全体の時価総額に占める比率も三・三%から五・二%(九六年七月末)に上昇した⁽⁴⁾。またCITICパシフィック、広東インベストメントなどのレッド・チップス企業はハンセン指数の三三銘柄に加えられ、香港株式市場の代表銘柄に成長している。

中国企業に対する世界の関心が高まるなかで注目されるのは、九三年に香港証券市場から始まった中国企業の海外市場上場の動きである。今年七月時点で既に二四社の中国企業が海外市場(香港、ニューヨーク、シンガポール)上場を果たし、四四・四億米ドルの外資を調達した⁽⁵⁾。小稿では現在香港株式市場に上場されている二二社の中国企業株(H株)について検討し、その特徴、上場背景および発展状況を紹介することにしよう。

二、H株の特徴

H株とはその額面が中国人民元で表記され、香港ドル建てで香港連合交易所(証券取引所)に上場・取引される中国国内企業の株式を指す。このように海外市場に上場する株式は中国国内では「境外上市股票」と呼ばれている。通常、H株を発行しようとする中国企業はまず中国政府の許可を得ることが必要で、同時に他の一般香港上場企業と同様に香港証券取引所の定めた上場基準、ディスクロージャー制度および香港の会計基準または国際会計基準を満たさなければならない。H株発行企業の決算および配当金はまず人民元建てで行われ、H株の配当は国内の外貨調整センターの定めた為替レートで香港ドルに換算し支払われる。H株は取引し通貨、支払い配当金の通貨および外国人投資家に対する規制を除き、原則としてA株(国内投資家向け株式)と同等の権利を有する。

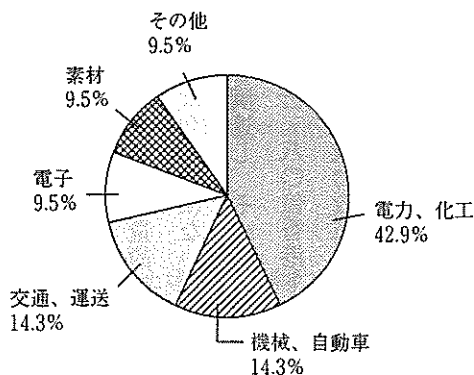
一九九三年七月一五日、中国最大のビールメーカー青島ビールが中国企業として初めて香港証券取引所に上場を果たしたが、大変な投資家人気を集め、応募倍率は一一〇倍、公募価格二・八〇香港ドルに対し七・五五香港ドルで寄り付き、その後の中国企業海外上場の先鞭となった⁽⁶⁾。(表2・表3)が示すように、今年七月末現在二二社の中国企業が香港市場に上場されたが、今年七月二三日上場した中国郷鎮企業の第一号である広東科龍電器

(表3) H株企業数の推移

年	1993	1994	1995	1996、7
H株企業数	6	15	17	21
香港全上場銘柄数	477	529	542	560
H株構成比(%)	1.3	2.8	3.1	3.8

(出所) The Securities Journal より作成。

(図1) H株の業種別構成図



(出所) The Securities Journal より作成

これらのエリート国有企業を選んで香港市場に上場した理由は何か、その理由の第一は、八〇年代から中国経済は計画経済体制から徐々に市場経済へ転換し、経済の高速成長に伴って企業に大量の資金需要が出てきたことである。しかし旧来の財政支出をベースとする金融体制ではこのよう急増する資金需要にうまく応えられない。そして八〇年代

(表2) H株一覧表

(1996年9月末)

会社名 (香港上場)	上場日	発行済 H株数 (百万株)	売出価格 (HK\$)	株価 (96/9/30) 終値 (HK\$)	時価総額 (HK\$百万)	業種	備考
青島ビール	93/07/15	347	2.800	2.700	936.90	ビール	創業1905年。世界に有名な老舗ブランドであり、名産品として中国一のビールメーカー。
上海石油化工	93/07/26	1,680	1.580	2.050	3,444.00	石油化学	高度な技術力と上海中心の華東経済圏をバックに持つ、中国最大の石化メーカー。
北人印刷機械	93/08/06	100	2.080	1.580	158.00	機械	70%のシェアをもつ中国最大の印刷機械メーカー。技術力・生産性・信頼性が強い。
広州造船	93/08/06	157	2.080	1.660	260.62	造船	造船及びコンテナメーカーで国家保有比率が90%を割り、独立性が高い。
馬鞍山鉄鋼	93/11/03	1,733	2.270	1.420	2,460.86	鉄鋼	八大鉄鋼のひとつ。採鉱から圧延までを一貫生産する。
昆明機床	93/12/07	65	1.980	0.890	57.85	機械	工作機械メーカー。高い技術力で中国国内市場をほぼ独占している。
儀征化纤	94/03/29	1,400	2.380	1.880	2,632.00	化学繊維	中国最大の大型工場を有し、化学繊維で50%の国内シェアを持つ。
天津渤海化工	94/05/17	340	1.200	0.630	214.20	化学	工業用化学原料。(精製ソーダ、苛性ソーダ・PVCレジン等)
東方電機	94/06/06	170	2.830	2.000	340.00	発電設備	水力・火力発電機でほぼ50%のシェアを占める。(火力:50%水力:50%)
洛陽ガラス	94/07/08	250	3.650	1.320	330.00	ガラス	板ガラスでトップシェアを誇る中国最大のガラスメーカー。
慶鈴汽車	94/08/17	980	2.070	2.975	2,915.50	自動車	いすゞの技術提携により軽トラックを生産する。重慶自動車の子会社。
上海海興輪船	94/11/11	1,080	1.460	0.580	626.40	海運	中国三大海運会社のひとつ。航海・船舶運送での石炭石油輸送で9割以上のシェア。
鎮海煉油化工	94/12/02	600	2.380	2.100	1,260.00	化学	中国十大石油化学メーカーのひとつで多種の石化製品を生産している。
成都電纜	94/12/13	160	2.800	0.790	126.40	電線	中国電工工業総会社の三大工場のひとつで、中国最大の銅ケーブルメーカー。
ハルビン動力設備	94/12/16	435	2.580	1.160	504.60	発電設備	水力・火力発電設備の製造。日・独・仏との技術提携による高い品質が特色。
吉林化工	95/05/23	893	1.589	1.110	991.23	化学	化学工業材料メーカー。石油化学、有機化学製品、染料、合成ゴム、化学肥料も扱う。
東北輪変電設備	95/07/06	258	1.800	1.280	330.24	送変電設備	中国最大の高圧送電設備メーカー。
経緯紡績機械	96/02/02	160	1.290	1.000	160.00	繊維機械	中国最大の繊維機械メーカー。
南京バンダ電子	96/05/02	242	2.23	1.200	290.40	電子	電子メーカー。
広深鉄路	96/05/14	1,245	2.91	2.975	3,703.88	陸運	広州-深圳間の鉄道。
広東科龍電器	96/07/23	383	4.41	3.250	1,244.75	家電製造	電気冷蔵庫の製造販売のトップ企業。家電企業の第1号。
合計		12,678			22,987.83		

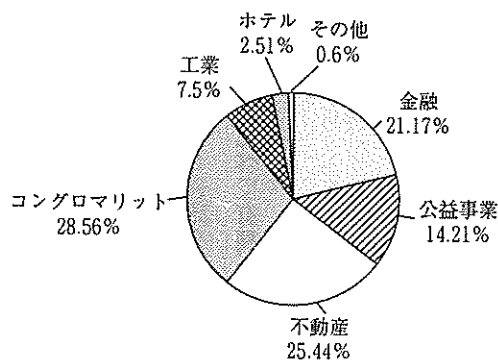
(出所) 大和証券・大和総研「中国株投資ハンドブック」1996年などの資料より作成。

(表4) H株上場前の香港株式市場業種別時価総額の構成

業種分類	上場銘柄数	時価総額	
		百万香港ドル	構成比率
金融	55	378,395.76	21.17
公益事業	9	253,985.83	14.21
不動産	87	454,670.78	25.44
コングロマリット	128	510,318.80	28.56
工業	146	133,999.59	7.50
ホテル	15	44,886.91	2.51
その他	9	10,767.68	0.60
合計	449	1,787,025.35	100.00

(出所) The Securities Journal Trading Records, August 1993, P10.

(図2) H株上場前香港株式市場の業種別時価総額の構成図



(出所) 同上。

に上場銘柄は不動産、金融業に片寄り、工業銘柄はわずかである。香港連合交易所の主席李業広氏は「現在香港の株式市場は不動産に偏重し、工業も軽工業が多く、これは好ましい現象ではない。中国の大型工業、特に重工業を香港に上場させ、香港株式市場の基盤を拡大して、

後半から株式会社制度の試験的導入など企業改革が始まり、それとともに民間からの資金調達・直接金融方式が重視された。九〇年代に入ると、上海、深圳両証券取引所の開設に象徴されるように中国にも証券市場がその新しい姿を現わしはじめた。国内市場での資金調達に量的に限界があり、そのため企業は海外市場の資金調達に希望をつないだ。海外上場を果たした企業は今までにない大規模な資金調達を実現した。去年年末時点で一七社の日株企業は二一三・一八四億香港ドルを調達し、そのなかで馬鞍山鉄鋼は三九・三四億香港ドル、上海石油化工は二六・五四億香港ドル、儀征化纤は二三・八〇億香港ドルの資金を調達した。

第二に、八〇年代以降十数年間にわたる国有企業の改革は経営権拡大の段階から自主経営の段階に移り、いわゆる「現代企業制度」の改革は株式会社制度の導入を軸に進められている。中国企業は海外市場に上場するなかで外国の法律制度、会計基準およびディスクロージャー制度などの知識を吸収でき、それが国有企業の経営メカニズムの転換、国際競争力の強化を早めることに役立っている。つまり外国企業の経験から学び国際的基準に立った企業経営を展開することが目的である。

第三に、来年香港が中国に復帰したあとも香港の繁栄と安定を維持するため、中国政府は「一国二制度」という基本原則を決め、貿易センター、国際金融センターとしての香港がより一層発展することを期待して、有力国有企業の香港市場上場を促進した。このことは海外に対する中国企業の存在感をアピールし、それは経済的効果はもちろんのこと、政治的にも大きな意義をもつ。

第四に、八〇年代以降香港企業は、労働力の豊かな、土地使用料の安い中国に相次いで工場を移し始め、いわゆる「前店後廠」(前||香港は店で、奥||中国は工場)の構造を形成している。これらの工場は加工業を中心とする軽工業で、重工業は殆んどなかった。このような産業構造は株式市場に反映し、(表4・図2)が示すよう

よりメリットのある市場に転換することが大事である。これまで世界の投資家はあまり香港市場を重視してこなかった。しかし今後中国の大型企業を上場することで彼らの香港市場を見る目も変わるとおもふ」と語り、中国の基幹産業を中心として日株を積極的に取り扱う姿勢を示した。⁽⁸⁾このように香港証券界も国際金融センターとしての自己の地位を守るため、中国の優良大型国有企業の招致に懸命になっている。

第五に、現在香港の人口六二〇万人のうち九〇%以上は中国人が占め、文化と言語を共通していることは一つの重要なポイントであり、また地理的に隣接していることも他の国・地区に比べて有利な条件である。こうして見ると中国企業が香港市場と強いきずなで結ばれるのも自然であろう。

四、むすびにかえて

以上、日株の特徴を説明し、五つの理由を挙げて香港市場上場の背景を検討した。返還後香港の経済繁栄と政治的安定をどのように維持するか、また国際金融センター、貿易センターとしての機能を将来に向けてどういうふうに進展させるか、は中国・香港双方の重大課題である。日株もこのような一体化へと向かう中国と香港双方の経済的かつ政治的要請の中から創出されたものと考えられる。しかし中国と香港は現在の相互依存から共存共栄の道へスムーズに進展することができるかどうか、人々は期待と不安が入り混っている。今回は十分検討できなかった日株の進展状況と問題点については別の機会に紹介したい。

(王)

注

- (1) 「金融時報」一九九六年七月三日、「人民日報(海外版)」一九九五年八月二日、九六年八月六日。
- (2) 「人民日報(海外版)」一九九五年六月一九日、「金融時報」一九九六年七月三日。
- (3) 「中国改革報」一九九六年九月一七日。
- (4) 「日本経済新聞」一九九六年九月二一日。
- (5) 「中国証券報」一九九六年九月六日。
- (6) (株)大和総研「アジアの証券市場」一九九五年七月、一三三〇頁、(財)日本証券経済研究所「図説中国・香港の証券市場」平成八年七月、一七四頁。
- (7) 「金融時報」一九九六年二月一五日。
- (8) The Securities Journal, August 1993, P5.