

中国企業のADR（米国預託証券）と ウォール・ストリート

王 東明

1. はじめに

一九九三年七月二六日中国最大の石油化学メーカーである上海石油化学股份有限公司は香港証券取引所とニューヨーク証券取引所（NYSE）に同時上場した。同社のニューヨーク証券取引所（NYSE）上場は中国企業の第一号で、ADR（America Depositary Receipts: 米国預託証券）方式による上場は内外の関心を集めている。それ以来五年、現在ニューヨークに上場している中国企業いずれもADRは九社になり、香港、シンガポールの中国出資企業を合わせれば中国関連上場企業は一七社を数え、約三〇億ドルの資金が調達され、時価総額は約五〇億ドルに達している⁽¹⁾。ニューヨーク証券取引所（NYSE）より公開条件が比較的緩い全米店頭市場（OTC）にも一〇数社がADRを発行し、現在取引されている。その他、一〇社前後の中国企業は適格機関投資家（Qualified Institutional Buyer: QIB）を対象に私募の規制一四四A条ADRを発行した。

以上のように中国企業のニューヨーク上場は実験的段階を経て、今後さらに拡大する傾向がある。九社という数はまだまだ少ないとは言え、世界最大の資本主義国アメリカの資本市場で現在残った最大の社会主義国中国の国有企業が上場を実現したという事は大変意味深い。一体中国国有企業がどのようにして世界最大の資本市場で

あるウォール・ストリートに接近し資金調達したのか、その背景とプロセスを考察することは必要である。小稿では近年拡大している米中の経済関係に触れ、ADR(米国預託証券)の仕組みとその発展状況を紹介し、中国企業海外上場の状況を概観する。そしてADR方式によるニューヨーク(NYSE)上場と店頭公開ADRの状況を紹介し、それらに関連する問題点を探ってみたい。

2. 最近の米中経済関係

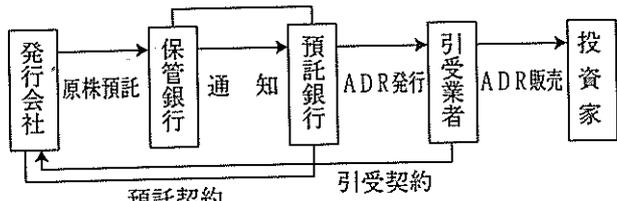
「天安門事件」以来、冷めきっていた米中関係は昨年一〇月の江沢民主席の訪米と今年六月のクリントン大統領訪中によって急速に改善をみた。両首脳は「求同存異」(お互いに相手の異なる意見を認め、共通のものを求める)という大原則の下で、二一世紀に向けた戦略的なパートナーシップを築いていくことに合意し、相互訪問の成果を上げた。この世紀末における米中両超大国の急接近は、その政治舞台の裏側で勿論近年益々拡大している両国の貿易・投資など経済関係が密接に関連し、また二一世紀の経済利害関係と新たな国際競争をめぐる両国の長期戦略があったと言えよう。

両国の貿易額は七八年の九・九二億ドルから昨年は四八九・九億ドルに伸び、二〇年間に約五〇倍に拡大した。米国にとって昨年の対中輸出だけで約一七万人の国内雇用を創出したという試算がある。また現在登録済米国の対中投資企業は二万四千社となり、昨年までの累積直接投資額は一七五億ドルに達し、二番目に大きい対中投資国となった。昨年の全米最大企業ランキング上位三〇社のうち二一社は中国に投資しており、プロジェクト件数は一七五にのぼった。

現在中国の外貨準備高は既に一、四〇〇億ドルを超え世界第二位となり、その六割前後は米ドルである。また外貨準備による米国債投資残高は六〇〇億ドルに達している。近年中国経済は高度成長を続け、六、〇〇〇億ドル(九八年六月末現在国内個人預金・四兆九、九四八億人民元)を超えるチャイナマネーを持ち、その高い貯蓄率(国内総生産の四〇%)でウォール・ストリートを魅了している。ウォール街を代表する米大手証券メリルリンチ社は近年対中国金融業務に力を入れ、九三年から現在までに手掛けた中国政府・企業向けの株式、債券、融資などの総額は八〇億ドルを超え、中国での金融業務量は外国投資銀行中トップを占める。中国政府と米ボラティア協会はメリルリンチ社の貢献を高く評価し、同社のデビット・コマンスキー会長に対し「マルコ・ポーロ賞」を授与した。メリルリンチに限らず米大手金融機関は中国本土に加え、中国個人マネーの「寄港地」といわれている香港にもそれぞれ三百〜四百人のスタッフを配置し、中国関連業務に積極的に取り組んでいる。モルガン・スタンレーなどは中国建設銀行と手を組み、銀行の証券業務営業を認めない中国内で九五年八月合弁金融会社—中国国際金融有限公司(CICC)を設立した。そのCICCに対し中国政府は原則として外国証券会社に禁止しているA株(国内投資家向け株式)の販売免許をCICCに与え、これによってモルガン・スタンレーなどはCICCを通じて、A株の取扱い業務を間接的にできるようになった。

以上のように近年米中は貿易、投資、金融、証券など様々な分野で経済的交流を深めている。中国側にとっては貿易・投資の拡大、世界最大資本市場の利用がその狙いであろう。一方米国側は輸出の増加、国内雇用の拡大、そして今後成長する巨大な中国マーケットに期待しており、特にウォール街は「中国は究極の成長市場」と関心が高まっている。

(図1) ADR発行の仕組み



(出所) 大和証券資本市場本部編「エクイティファイナンスの実際」
日本経済新聞社、1997年、385頁。

3. ADR (米国預託証券) の仕組みと近年の発展状況

そもそもADR (America Depositary Receipts: 米国預託証券) は一九二九年J.P.モルガン氏がイギリス会社の株式をアメリカの投資家に売り出すため、最初に発明した預託証券の方法と言われている。当時アメリカとヨーロッパの間は交通が不便で、郵便・通信の時間が長く、配当の受取、株券の検証確認などに非常に手間がかかる等の問題があった。それを解決するため、DR (預託証券) という形でアメリカでADRを発行し、原株はヨーロッパの銀行に保管・預託するという方法が生まれた。要するに外国会社がアメリカ市場に上場する際、普通株の形を採らず、原株を銀行に保管・預託し、それを預託証券 (原株の表象) としてアメリカの投資家に売り出し売買されるという方法である。

一般的にADRは米国外企業の株式所有権を表象する譲渡可能な証書と定義され、アメリカの証券市場において米ドル建てで値付けされ取引される。投資家の配当金はまた米ドルで支払われる。ADRは米国投資家にとって外国証券の購入、所有、売却を容易にし、また外国企業の資金調達の手段として利用される。ADRの発行は図1のような仕組みである。

現在では殆どの外国会社 (非アメリカ会社、カナダを除く) はADR方式でニューヨーク証券取引所 (NYSE)、アメリカ証券取引所 (AMEX)、全米証券業協会自動相場システム (NASDAQ)、OTC (店頭取引市場) などの上場・取引されている。ADRは一般的に公募のレベルI、レベルII、レベルIII ADRと私募の規制一四四A条 ADRがある。レベルI、レベルII、レベルIII ADRはアメリカ市場で公募し、証券取引委員会 (SEC) に登録する義務がある。規制一四四A条 ADRは一九三三年証券法の規制一四四A条に基づき適格機関投資家 (Qualified Institutional Buyer: QIB) に転売され、SECに登録する義務がない。

(一) レベルI ADR

レベルI ADRは外国会社にとってはアメリカ証券市場に入る最も簡単な方法である。レベルI ADRは米国店頭市場 (OTC) で取引され、市場価格はOTC Bulletin Board, National Quotation Bureauの「Pink Sheets」により公表され、また米国外の取引所で取引されることもあり、登録と報告義務が最小限に留められていることが特徴である。レベルI ADRに係る開示では、発行会社は一九三三年証券法の義務を満たすために様式F-6を提出する必要がある、また一九三四年証券取引所法の継続報告義務を満たすために、12g3(c)条による発行会社の所在国で要求されている報告内容をそのまま (英文表記) で提出することができる。要するに発行会社の報告内容は米国企業会計原則 (GAAP) に基づいて財務諸表を作り直す必要がない。

またレベルI ADRでは主に発行会社所在国以外の海外投資家層を開拓するため、店頭公開 (OTC) によって企業の知名度を高めることができる。しかしそれは原株の転売 (二次上場) ということで新規の資金調達ができず、取引所に上場することができないため、多くの発行会社はレベルI ADR発行以後、レベルII、レベルIII ADRにアップするケースが多い。

(二) レベルII ADR

レベルII ADRは米国証券取引所のNYSE、AMEXなどまたはNASDAQに上場・公開され、流動性がレベルI

(表1) ADRの種類と登録・開示内容

	レベル I	レベル II	レベル III
1933年証券法に基づくSEC登録	様式F-6 *	様式F-6	様式F-1 (原株) 様式F-6 (DR)
1934年証券取引所法に基づくSEC報告	施行規制12g-3-2(b)により 発行会社の本国の開示情報	様式20-F及び6-K	様式20-F及び6-K
上場/取引	<店頭取引> Electroni Bulletin Board 及び National Quotation Bureau "Pink Sheets" に よる市場価格の公表	NASDAQ, NYSE, AMEX などの米国取引 所に上場	米国内公募、米国内私 募、グローバル発行
会計原則	米国一般会計原則に準拠す るための修正を必要としな い。	米国一般会計原則に準 拠	米国一般会計原則
<p><1933年法登録> ADRの1933年法に基づく登録には様式F-6が使用される。様式F-6の主な内容は、 預託銀行がADRを発行し、預託証券及びADR証券の保持に合意する預託契約である。</p>			
<p><1934年法登録> 1933年法に基づいて原証券を登録する、または、全米規模の証券取引所もしくは NASDAQにADRを上場する外国会社は、1934年法に基づいて原株を登録し、様式20- Fによる年次報告書及び様式6-Kによる中間報告書を提出しなければならない。外国会 社のADRが、米国内で店頭市場のみで取引される場合には、ルール12g-3-2(b)に基づ く1934年法登録の免許対象となり、外国会社は母国で株主もしくは証券取引所に提出して いる、または、その他の方法により公開が求められている情報のみをSECに送付するこ とを要求されるのが一般的である。</p>			

(出所) 大和証券資本市場本部編「エクイティファイナンスの実際」日本経済新聞社、1997年、386
~ 387頁。

ADRの高低。開示に必要なものは様式F-6に加えて、三四年証券取引所法による様式20-F(年次報告書)並びに様式F-6(中間報告書)の提出が要求される。二次上場ということ
で新規の資金調達ができないため、レベルI ADRの改良型と見られている。

(c) レベルIII ADR

レベルIII ADRはレベルI、レベルII ADRと違って新規の資金調達ができる。発行会社に三三年証券法による原株登録書類の様式F-1、ADR登録書類様式F-6の提出が要求され、また様式20-F(年次報告

書)と様式F-6(中間報告書)も要求される。ここで発行会社は上場する取引所の規制・条件を満たすと同時に、米国企業会計原則(GAAP)による財務報告をしなければならない。12g-3-2(b)条の免除は適用されない(表1)。

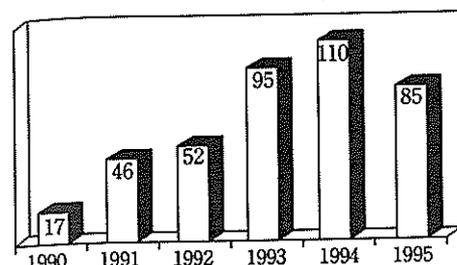
(4) 私募(規制一四四A条) ADR

私募(規制一四四A条) ADRは三三年証券法の第四章第一条の免除条件に基づいて適格機関投資家(Qualified Institutional Buyer: QIB)を対象に私募する。一九九〇年四月一九日SECは外国会社がアメリカ証券市場の参入を促進するため、規制一四四A条、S条例(オフショア取引の緩和)を採用し、それによって私募(規制一四四A条) ADRの発行が多くなった。この方法は発行会社にSECの登録、情報開示の義務がなく、また米国企業会計原則(GAAP)に照準しなくてもよいことから手続きが簡単、費用が安いというメリットがある。しかし第一四四A規則で許可されている有資格機関投資家(QIB)にのみ転売できないため、流通性に欠ける。ちなみに九四年全米有資格機関投資家(QIB)は約四千社であり、九五年私募株発行額は六九億ドル、うち外国企業の発行額は六割以上を占めている(図2)。

ADR市場は九〇年代以後急成長した。預託証書による外国企業公募調達額は九四年に一〇〇億ドルを超え(一〇億ドル)、九五年は八五億ドルの水準を維持している(図3)。九七年ADR項目は一、八四三プログラムに達し、八六年の三倍を超えている(図4)。九七年売買金額は五、〇五〇億ドルになり、九一年より五倍以上に増えており(図5)、また売買高(株数)は一三三億株、九二年の三倍となっている(図6)。

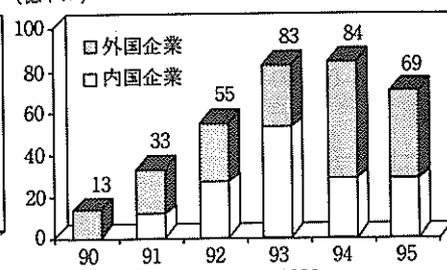
現在六〇以上の国で、一、八〇〇プログラムを超えるADRが発行され、その預託銀行業務は主にバンク・オブ・NY(The Bank of New York)、シティバンク、JPモルガンによって行われ、それぞれが配当、委任状等の責

(図3) 預託証券による外国企業公募調達額



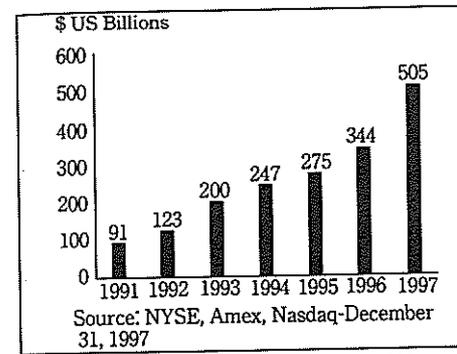
(注) 普通株のほか優先株の預託証券を含む。
 (資料) Investment Dealers' Digest, August 12, 1996.
 (出所) (財) 日本証券経済研究所「図説アメリカ証券市場1998年版」、75頁。

(図2) 規則144A条による外国・内国企業私募株発行額



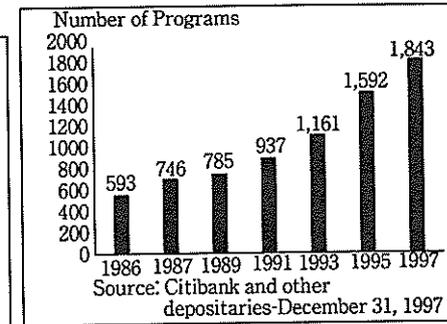
(資料) SIA, Trends, August, 1996.
 (出所) (財) 日本証券経済研究所「図説アメリカの証券市場1998年版」、75頁。

(図5) NYSE, Amex, Nasdaqに上場ADRの買売金額



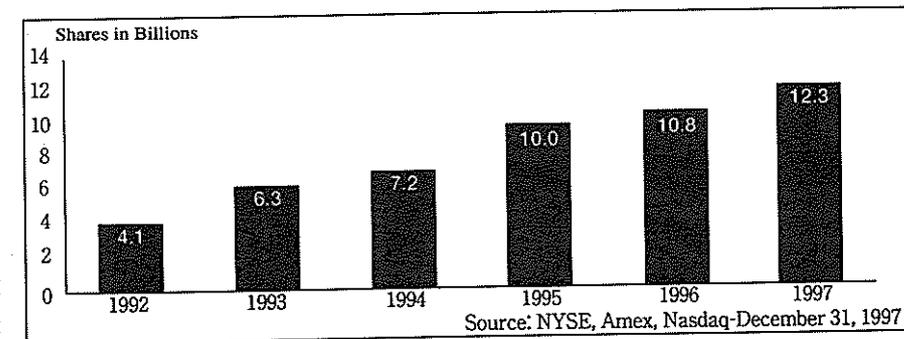
Source: NYSE, Amex, Nasdaq-December 31, 1997
 (出所) Citibank「RESEARCH」March, 1998.

(図4) ADR発行プログラムの推移



Source: Citibank and other depositaries-December 31, 1997
 (出所) Citibank「1997 Depository Receipts Market Review」.

(図6) NYSE, Amex, Nasdaqに上場ADRの買売高



Source: NYSE, Amex, Nasdaq-December 31, 1997
 (出所) Citibank「Depository receipts market Overview-1997」.

4. 中国企業海外上場の状況

九三年七月一五日中国企業海外上場の第一号である青島ビールが香港証券取引所に上場した。これに伴い、中国企業海外上場の幕が開け、海外の証券市場を通じて国有企業の直接金融方式による資金調達が始まった。それから五年の歳月を経過した現在、香港市場を中心に展開した中国企業の海外上場は四三社となり、一〇〇億ドル以上の資金を調達した。(9) 香港上場(H株)は四一社、資金調達額は五八九億香港ドル(七五・五億米ドル)になる。(10) ニューヨーク(NYSE)上場は九社(ADR)、そのうち二社(山東華能発電、国際華能電力)は一次上場(11) でいわゆるN株である。八社は香港と重複上場し、うち国際華能電力は最近になって香港に上場した。ニューヨーク(NYSE)上場によるアメリカ投資家の資金調達額は約二〇億ドルに達している。その他、ロンドン市場では香港とロンドンの重複上場は二社(大唐発電、江西銅業)、浙江東南発電はB株(中国国内で海外投資家向け株式)として初めてGDR(国際預託証券)方式でロンドン上場した。シンガポール市場では、一次上場のS株は一社(天津中新薬業)、二次上場は約七社がある。(12)

以上の成果を上げた中国企業の海外上場は外国の証券監督当局の協力が無ければそれを実現することができなかった。制度上海外上場実現したのは、一九九三年六月中国証券監督管理委員会が初めて香港証券暨期貨事務監察委員会と中国企業の香港上場に合意し、両当局が「監督管理協力覚書」に調印した後のことである。この合意

(表2) 中国証券監督管理委員会と海外証券当局の覚書一覧表

時間	国・地域	海外証券当局	覚書名称	調印地
1993.6	香港	証券暨期貨事務監察委員会	「監督管理協力覚書」	北京
1995.7	香港	証券暨期貨事務監察委員会	「先物に関する監督管理協力覚書」	北京
1994.4	アメリカ	証券取引委員会 (SEC)	「合作・協商および技術協力に関する了解覚書」	北京
1995.11	シンガポール	金融管理局	「証券と先物の監督管理に関する協力と情報交換覚書」	シンガポール
1996.5	オーストラリア	証券委員会	「証券先物監督管理協了解覚書」	キャンベラ
1996.10	イギリス	財政部、証券と投資委員会	「証券先物監督管理協了解覚書」	北京
1997.3	日本	大蔵省	「了解覚書」	東京
1997.4	マレーシア	証券委員会	「証券監督管理協了解覚書」	北京
1997.11	ブラジル	証券委員会	「証券監督管理協了解覚書」	北京
1997.12	ウクライナ	証券と株式市場委員会	「証券監督管理協了解覚書」	北京
1998.3	フランス	証券委員会	「証券先物監督管理協了解覚書」	北京
1998.5	ルクセンブルグ	証券委員会	「証券先物監督管理協了解覚書」	北京

(出所) 「中国証券報」1998年5月19日。

(表4) 中国企業のニューヨーク (NYSE) 上場ADR一覧表

銘柄	上場日	ADRの種類	1単位ADR対株式比率	発行額(万ADRs)	発行価格(米ドル)	資金調達額(百万米ドル)	主幹事	預託銀行	業種
上海石化H株、A株	1993.7.26	レベルⅢADR	1:100	840.0	20	168.00	メリルリンチ	バンク・オブ・NY	石油化学
山東華能N株	1994.8.4	レベルⅢADR 一次上場	1:50	2,337.4	14.25	333.08	CS.ファースト・ボストン	バンク・オブ・NY	エネルギー(電力)
華能国際N株、H株	1944.10.6	レベルⅢADR 一次上場	1:40	3,125.0	20.0	625.00	リーマン・ブラザーズ	シティバンク	エネルギー(電力)
吉林化工H株、A株	1995.5.22	レベルⅢADR	1:100	804.0	20.75	166.83	メリルリンチ	バンク・オブ・NY	化学工業
広深鉄道H株	1996.5.13	レベルⅢADR	1:50	2,053.7	19	390.20	ベアー・スターンズ	J.P.モルガン	鉄道運送
東方航空H株、A株	1997.2.4	レベルⅢADR	1:100	1,400	18	252.00	モルガン・スタンレー	バンク・オブ・NY	航空会社
北京燕化石化H株	1997.6.24	レベルⅢADR	1:50	809.6	11.149	93.12	ベアー・スターンズ	バンク・オブ・NY	石油化学
南方航空H株	1997.7.30	レベルⅢADR	1:50	1,853.6	28.0	519.00	ゴールドマン・サックス	バンク・オブ・NY	航空会社
兗州煤業H株、A株	1998.3.31	レベルⅢADR	1:50	1,650.0	15.75	259.88	ベアー・スターンズ	バンク・オブ・NY	エネルギー(石炭)

注：N株とはニューヨーク証券取引所(NYSE)にADR方式による一次上場の中国企業銘柄をいう。
 (出所) 劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧与展望」中国財政経済出版社、1998年、124頁。
 [International Financing Review] の各号、http://www.nyse.com などより作成。

(表3) 中国海外上場候補企業数

時間	発表回数	海外上場候補企業数(社)
1992.10	1	9
1994.1	1	22
1995.9	1	7
1996末	1	38
計	4	76

(出所) 「中国証券報」1997年1月24日。「人民日報(海外版)」1995年9月28日などより作成。

にあたっては約二年に渡り七回の専門家会議を経て、法律、会計制度など様々な難問にぶつかりながらも、最終的に問題が解決されて、それにより中国企業の香港上場が可能になった⁽¹²⁾。現在まで中国証券監督管理委員会は米国、イギリス、日本を含め既に一一の国と地域の証券監督管理当局と「協力覚書」に調印し(表2)、今後中国企業海外上場の拡大、諸外国と証券分野での協力関係を築くことに合意した。

今まで中国政府は四回に渡り海外上場候補企業リストを発表し、上場候補企業は七六社となった(表3)。その内実際に上場を実現した企業は四三社、全候補企業は半分以上にのぼった。海外上場は今後さらに増えてゆくであろう。

現在の中国企業の海外上場は香港を中心に展開したもので、もはやADR方式によるニューヨーク(NYSE)上場は実験的なものに過ぎない。しかし今後国有企業のニューヨーク(NYSE)上場の状況を見ることにしよう。

制度改革はさらに進み、株式発行による資金調達も増える一方で、世界最大資本市場の利用が益々重要視されることになるだろう。次に近年の中国企業ニューヨーク(NYSE)上場の状況を見ることにしよう。

5. 中国企業のニューヨーク上場ADR

九三年七月上海石油化学股份有限公司は中国企業として初めてニューヨーク(NYSE)上場を実現した。現在中国企業のニューヨーク(NYSE)上場は表4が示すように九社となり、これらの企業は中国の超一流大手企業で、石油化学(三社)、エネルギー(電力:二社、石炭:二社)、運送(航空会社:二社、鉄道:二社)などの基幹産業あるいはインフラ関連の業種であり、いずれもレベルⅢADRによる上場である。そのうち上海石油化学は

(表5) 中国企業 OTC 公開 ADR 一覧表

銘柄	ADRの種類	1単位 ADR対 株式比率	預託銀行	業種
青島ビール H株	レベルI ADR (二次上場)	1:10	バンク・ オブ・NY	飲料
広船国際 H株	レベルI ADR (二次上場)	1:10	バンク・ オブ・NY	造船
上海氫碱化工 B株	レベルI ADR (二次上場)	1:10	バンク・ オブ・NY	化学工業
上海二紡機 B株	レベルI ADR (二次上場)	1:10	バンク・ オブ・NY	機械
中海発展 H株	レベルI ADR (二次上場)	1:50	バンク・ オブ・NY	運送・ 倉庫
上海金橋出口加工区 B株	レベルI ADR (二次上場)	1:10	バンク・ オブ・NY	不動産
陸家嘴金融貿易区 B株	レベルI ADR (二次上場)	1:50	バンク・ オブ・NY	不動産
上海外高橋 B株	レベルI ADR (二次上場)	1:5	バンク・ オブ・NY	不動産
上海タイヤ&ラバー B株	レベルI ADR (二次上場)	1:10	バンク・ オブ・NY	タイヤ
深圳特区房地產 B株	レベルI ADR (二次上場)	1:10	バンク・ オブ・NY	不動産
西安飛機工業	レベルI ADR (二次上場)	—	—	飛行機 製造

(出所)「証券市場導報」1995年9月号、P40。The Bank of New Yorkの資料などより作成。

(表6) 中国企業私募(規制144A条)
ADR 一覧表

銘柄	ADRの種類	業種
馬鞍山鉄鋼 H株	規制144A条 (QIBs私募)	鉄鋼
儀征化纤 H株	規制144A条 (QIBs私募)	化纤
慶鈴汽車 H株	規制144A条 (QIBs私募)	自動車
海興輪船 H株	規制144A条 (QIBs私募)	海運
ハルビン動力 設備(H株)	規制144A条 (QIBs私募)	機械

(出所) 劉鴻儒編「中国企業海外上市回
顧与展望」中国財政経済出版社、
1998年、70頁より作成。

中国最大の石油化学メーカーであり、また華能国際電力は現在までに中国海外上場企業中最大の資金調達企業(六・二五億ドル)となった。

中国企業のニューヨーク(NYSE)上場は、上海石油化学上場の後、九四年四月に中国証券監督管理委員会と米証券取引委員会(SEC)の間で「合作・協商および技術協力に関する了解覚書」に合意した。それから山東華能発電(九四年八月四日)と華能国際電力(九四年一〇月六日)は電力会社としてニューヨーク証券取引所(NYSE)にレベルIII ADRで上場した。この上場は一次上場であるためN株と名称が付けられた。山東華能発電はADS一四・二五億ドルの発行価格、ADS対五〇原株(N株)の比率で二、三三七・四万ADS(一一・六七八億N株)を発行し、三・三三億ドルの資金を調達した。また米証券取引委員会(SEC)はその財務報告の開示について一定の免除を与え、中国企業一次上場の第一号としてウォール街で大きな反響を呼んだ。華能国際電力はADR110ドルの発行価格、ADS対四〇N株の比率で三、一二五万ADS(一一・五億N株)を発行し、六・二五億ドルの資金を調達した。同社は九七年六月に転換社債(CB)二億ドルも発行し、ニューヨーク証券取引所(NYSE)に上場した。また最近では香港市場にも日株を上場し、資金調達のルールが多元化している。

しかしこの二社N株は流通市場で取引のパフォーマンスを發揮できず、九四年末の終値は山東華能は九・六二五ドル/ADS、華能国際は一四・七五ドル/ADSでそれぞれが発行価格より割り込んだ。華能国際は一時的に二六・〇二五ドル/ADSとさう高値を付けたが、また九八年九月三〇日現在の終値は華能国際は一〇・〇二五ドル/ADS、山東華能は四・〇五ドル/ADSで低迷している。

他の七社ニューヨーク(NYSE)上場企業は表4が示すものである。これらの企業はまず香港市場に日株を上場し、そしてその原株日株をレベルIII ADR方式でニューヨーク証券取引所(NYSE)に改めて上場するという特

徴がある。また一部の中国ニューヨーク上場企業（四社）は国内のA株（上海、深圳）市場にも上場し、いわゆる「三地上場」を実現している。海外上場企業は資金豊富な国際市場に進出し、できるだけ多くの資金を調達し、資金難に悩まされている国有企業の設備投資などに賭う。現在まで中国企業のニューヨーク（NYSE）上場でアメリカ投資家からの資金調達額は約二〇億ドルとなっている。

ニューヨーク（NYSE）上場以外に、全米店頭市場（OTC）公開と私募（規制一四四A条）ADRを発行する中国企業も出ている。全米店頭市場（OTC）公開企業の一部は表5が示す通り、レベルI ADR方式による公開で、資金調達機能を持たず、企業のイメージアップと流動性の向上を図るもので、今後レベルII ADR、レベルIII ADRにさらにランクアップの準備段階であると考えられる。また表6が私募（規制一四四A条）ADRを発行する企業の一部である。これらの企業は適格機関投資家（Qualified Institutional Buyer: QIB）を対象に私募ADRを発行し、殆どの企業が国内のB株あるいは香港のH株にも上場している。

六. むすびにかえて

以上、ニューヨーク（NYSE）上場中国企業ADRの状況を紹介した。これらの企業が他の海外市場で上場している中国企業と同じように、海外上場にあたっては中国企業が直面している問題は如何に外国の法律、上場基準、会計基準、開示義務、投資家保護などの基準に照準しそれをクリアするかであり、これらにより生み出される大きな問題としては主に中国国内の会計基準で評価した資産価値と海外の会計基準で評価した資産価値の相違の問題、また国有企業の株式会社組織へ変更する際、肥大な非生産部門の分離問題、そして余剰人員の問題、旧体制で抱えている企業福利厚生（病院、学校、退職金など）の負担問題、情報開示の問題などが挙げられるであろう。

これらを解決しない限り海外上場の実現は難しい。それは国有企業にとつて抜本的な企業制度改革でもある⁽¹⁶⁾。この五年間中国企業海外上場の実験を振り返ってみると、全体としては海外上場企業は外国の諸基準にしたがってルールを遵守し、各方面で外国企業と同じように努力・改善する傾向が見られる。例えば九六年二月、香港証券取引所は上海石油化学股份有限公司の情報開示の努力に対して「情報開示最優秀賞」を授与した⁽¹⁷⁾。しかし一部の企業はまた国内企業の慣習で情報開示などの面でその努力に欠けている。これに対して海外投資家の意見が出ており、九六年一〇月二四日米証券取引委員会（SEC）のレピット委員長は中国に訪問した時、中国株の情報開示改善を要望したと報道されている⁽¹⁸⁾。

現在ニューヨーク証券取引所（NYSE）は中国企業上場の拡大を計画しており、NYSEの総裁 Grasso氏は上海証券取引所を訪問したとき、その意向を伝えた⁽¹⁹⁾。また中国側も様々な準備をしており、例えば、九七年一二月一〇日四川省の大手郷鎮企業（農村部の新興企業）である恩威製薬は、ニューヨーク市場への株式上場について四川省政府から承認を得り、ニューヨーク証券取引所（NYSE）と上場条件の協議に入ったという報道もある⁽²⁰⁾。今後国際競争が益々激化し、両超大国の協力と提携関係は世界の安定にも繋がり、経済協力では巨大マーケットと世界最大資本市場の利用が重要で、特にウォール街で蓄積されてきた金融技術、投資銀行業務などのノウハウが如何に今後の中国国有企業の制度改革、M&A（吸収・合併）、海外での資金調達などに役立つのかが重要な課題になるであろう。

※本稿の作成にあたり、The Bank of New York上海代表処の代表石慶安（Caleb shin）、張経明、唐偉忠（上海石油化工股份有限公司）、陳玉龍（大阪証券取引所）の各氏より大変お世話になりました。記して感謝したい。

- (1) 以上の数字はニューヨーク証券取引所の総裁 GREGG 氏が今年の三月に上海証券取引所を訪問した時に披露した数字である。上海証券取引所「上場公司」一九九八年第四期、六頁。
- (2) 「経済導報」二五七六期、九八年六月二九日、四六頁。
- (3) 「人民日報(海外版)」一九九八年六月二四日。「経済導報」二五七六期、九八年六月二九日、四六頁。「経済導報」二五七七期、九八年七月六日、四〇頁。
- (4) 「人民日報(海外版)」一九九八年七月三日。「中国巨龍」一九九八年七月七日。「中国証券報」一九九八年七月一四日。
- (5) 「マルコ・ポーロ賞」は米ボランティア協会と中国関連部門の「チャイナ・プロジェクト」を積極的に支援した個人団体を表彰する賞である。「人民日報(海外版)」一九九八年七月一五日。
- (6) 「米中時代—中国マネーを果敢に「解放」」日本経済新聞「一九九六年一〇月六日。
- (7) The Bank of New York 「An Overview of Depository Receipts」 <http://www.bankofny.com/adr/aooverview.htm>。大和証券、大和総研編「従国有企業到鏡外上市公司—理論と実務」中国社会科学出版社、一九九四年、第七章。(財)日本証券経済研究所「図説アメリカの証券市場」一九九八年版、第一八章。河本一郎等編「証券取引ハンドブック」ダイヤモンド社、昭和五七年、五七七頁〜五九五頁。大和証券資本市場本部編「エクイティファイナンスの実際」日本経済新聞社、一九九七年、第七章。
- (8) Citibank 「Depository Receipts Market Overview — 一九九七」The Bank of New York 「An Overview of Depository Receipts」 <http://www.bankofny.com/adr/aooverview.htm>。
- (9) 「中国証券報」一九九八年四月一八日。九七年七月一日香港返還後、香港市場は一般的に依然として海外市場と見られている。
- (10) 「人民日報」一九九八年、五月二一日。香港上場の日株については、拙稿「香港株式市場の中国企業株(日株)について」証券経済研究」第七号、一九九七年七月を参照されたい。
- (11) 金徳環編「証券市場規範化建設研究」上海財經大學出版社、一九九八年、二二二頁。「中国証券報」一九九七年六月二十日。
- (12) 劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧与展望」中国財政經濟出版社、一九九八年、一〜一八頁。
- (13) 「International Financing Review」August 6, 1994, P32。劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧与展望」中国財政經濟出版社、一九九八年、二五九〜二六七頁。
- (14) 「International Financing Review」September 3, 1994, P38。劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧与展望」中国財政經濟出版社、一九九八年、七二〜七二頁、二七二〜二八七頁。
- (15) 「The Asian Wall Street Journal」October 1, 1998。中国証券監督管理委員會編「中国証券市場年鑑」一九九四年、一〇二〜一〇三頁。
- (16) 中国企業の制度改革と海外市場に関する問題は、拙稿「中国国有企業の「現代企業制度改革」—福州第二化学工場的事例を中心に—」証券経済研究」第五号、一九九七年一月。「香港株式市場の中国企業株(日株)について」証券経済研究」第七号、一九九七年七月を参照されたい。
- (17) 劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧与展望」中国財政經濟出版社、一九九八年、一六六頁。
- (18) 「日本経済新聞」一九九六年一〇月二五日。
- (19) 上海証券取引所「上市公司」一九九八年第四期、六頁。