

中国国有企業のニューヨーク上場

王 東 明

要 旨

本稿の目的は、1993年からスタートした中国国有企業のニューヨーク証券取引所（NYSE）上場に焦点をあて、なぜ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のか、その背景とプロセスを考察することである。そして、益々拡大している米中の経済関係と中国のWTO加盟後の国際経済への融和という視点から、中国国有企業のニューヨーク上場の意義を探って見たい。

まず第Ⅰ節では近年拡大している米中の経済関係に触れ、両国の接近について、中国側は貿易・投資の拡大と世界最大の資本市場を利用することが狙いであったが、一方、米国側にとっては輸出拡大と雇用の増加、「中国は究極の成長市場」であることから両国の共通の利害関係があった背景を紹介する。

第Ⅱ節でADR（米国預託証券）の仕組みを紹介し、その発展状況を概観する。

そして第Ⅲ、Ⅳ節では中国企業の海外上場の状況を紹介した後、海外上場の一環としてのニューヨーク（NYSE）上場をまとめ、ADRの発行、資金調達、取引および企業業績を整理し、併せて一部企業のM&Aと重複上場による内外株価の差という現象を紹介する。そして外国の上場基準、情報開示、会計制度およびコーポレート・ガバナンスなどの問題を取り上げ、ニューヨーク上場および他の海外上場は国有企業の制度改革にどのような影響を与えているのかを、中国企業の学習効果から考える。

第Ⅴ節は中国のWTO加盟と金融・資本市場の開放を取り上げ、WTO加盟のメリットとデメリットを検討し、加盟後の外資系銀行業務と保険業務の参入および資本市場の開放による影響を紹介する。

最後に、中国の資本市場はどこまで開放できるのか。中国経済の市場化と世界経済のグローバリゼーションの進展という変革の波の中に、資本市場の役割と国有企業制度改革と関連して、今後の市場開放と海外資本市場の有効利用という観点から、ニューヨーク上場のインパクトを考察する。

目 次

はじめに

I. 最近の米中経済関係

II. ADR (米国預託証券) の仕組みと近年の発展状況

III. 中国企業海外上場の状況

IV. 中国国有企業のニューヨーク上場

1. ADRの発行と資金調達

2. ADRの取引

3. 企業業績とM&A

4. 重複上場による内外株価の差

5. 評価

V. WTOの加盟と金融・資本市場の開放

1. WTO加盟のメリットとデメリット

2. 外資系銀行業務への参入

3. 外資系保険業務への参入

4. 資本市場の開放

5. 小括

むすびにかえて

はじめに

1993年7月26日、当時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ニューヨーク証券取引所 (NYSE) と香港証券取引所に同時上場した。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、国有企業として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¹⁾。それ以来7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12社になり、そのすべては前身が国有企業であり、またエネルギー (4社)、石油化学 (4社)、交通 (3社) および通信 (1社) という基幹産業に属する企業でもある。

また、それに少し先立つ93年7月15日、中国企業海外上場の第一号である青島ビールも香港証券取引所に上場した。93年からスタートした中国国有企業の海外上場は、香港を中心に展開し、実験的段階を経て、現在50社を数え、175億ドル以上の資金を調達し、今後さらに拡大することが期待されている。ニューヨーク上場はそれに次ぐ規模になる²⁾。

中国企業のニューヨーク (NYSE) 上場は海外上場の一環として、現在12社という数はまだまだ少ないとはいえ、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、中国の国有企業がどのようにして世界最大の資本市場 (NYSE) 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必要がある。以下は、近年拡大している米中の経済関係の紹介を通じて、中国国有企業のニューヨーク上場の状況と問題点を見ることにしよう。

I. 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97年10月の江沢民主席の訪米と98年6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、21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

超大国の急接近には、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・投資などの経済関係が密接に関連し、また21世紀の経済利害関係と新たな国際競争をめぐっての両国の長期戦略があったと言えよう。

一方、中国のWTO加盟と毎年の対中MFN（最恵国待遇）更新をめぐって（第5節で紹介）、人権問題、兵器拡散などの問題が複雑に絡み合っており、また、99年5月のユーゴスラビアの中国大使館の誤爆事件などの影響もあって、米中両国は常に緊張した「摩擦」関係にもある³⁾。

しかし、「改革開放」政策が実施されたあとの20年間、米中両国の貿易額は78年の9.92億ドルから99年は600億ドル（99年度の貿易額は613億ドル）の大体に達し、20年間に60倍に拡大した。米国にとって97年の対中輸出だけで約17万人の国内雇用を創出したという試算がある。また、米国の対中直接投資も拡大し、98年までの対中累積直接投資額は214億ドルに達し、2番目に大きい対中投資国となった⁴⁾。97年の全米最大企業ランキング上位30社のうち21社は中国に投資しており、プロジェクト件数は175に登った⁵⁾。

現在中国の外貨準備高は既に1,500億ドルを超え世界第2位となり、その6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600億ドルに達している。近年中国経済は高度成長を続け、7,500億ドル（2000年11月末現在国内個人預金：6兆3,492億人民元）を超えるチャイナマネーを持ち、ウォール・ストリートを魅了している⁶⁾。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、93年から98年6月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80億ドルを超え、中国での金融業務量は外

国投資銀行中トップを占める。中国政府と米ボラン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⁷⁾。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3百～4百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国内で95年8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）の販売免許を与えた。これによってモルガン・スタンレーなどはCICCを通じて、A株の取り扱い業務が間接的にできるようになった。1999年10月現在、モルガン・スタンレーは香港事務所に700人のスタッフを配置し、中国企業の幹事会社として株式と債券の発行を通じて約150億ドルの資金を調達した⁸⁾。

以上のように近年米中両国は貿易、投資および金融・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、世界最大の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、特にウォール街では「中国は究極の成長市場」であると関心が高まっている。

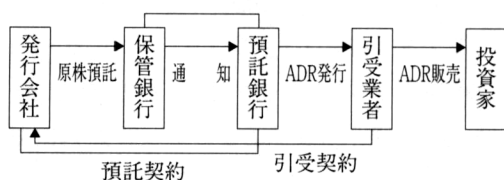
以下の第Ⅱ節では、中国企業のニューヨーク上場を考察する前に、まず外国企業として、米国市場に上場する基本的な仕組みつまりADR（米国預託証券）を紹介する必要がある。

Ⅱ. 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1929年J.P.モルガン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的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。

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践』日本経済新聞社、1997年、385頁より。

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) などに上場・取引されている。ADRは公募のレベルⅠ、レベルⅡ、レベルⅢADRと私募の規制144A条ADRがある。レベルⅠ、レベルⅡ、レベルⅢADR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144A条ADRは1933年証券法の規制144A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。

(1) レベルⅠADR

レベルⅠADR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ⅠADR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ⅠADRに係る開示では、発行会社は1933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1934年証券取引所法の継続報告義務を満たすために、12g3-2 (b) 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ⅠADR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ⅠADR発行以後、レベルⅡ、レベルⅢADRにアップするケースが多い。

(2) レベルⅡADR

レベルⅡADR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ⅠADRより高い。開示に必要なものは様式F-6に加えて、34年証券取引所法による様式20-F（年次報告書）並びに様式6-K（中間報告書）の提出が要求される。新規の資金調達ができないため、レベルⅠADRの改良型と見られている。

(3) レベルⅢADR

レベルⅢADRはレベルⅠ、レベルⅡADRと違って新規の資金調達ができる。発行会社に33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6-K（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。12g3-2(b)条の免除は適用されない（表1）。

(4) 私募（規制144A条）ADR

私募（規制144A条）ADRは33年証券法の第4章第2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

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12g3-2(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

<1993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。

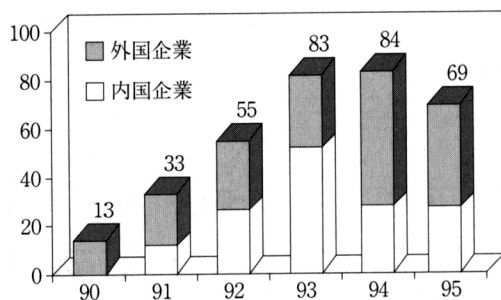
<1934年法登録>

1933年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12g3-2(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。

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頁より。

に私募する。1990年4月19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144A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144A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）に準拠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144A規則で許可されている有資格機関投資家（QIB）にしか転売できないため、流通性に欠ける。ちなみに、94年全米有資格機関投資家（QIB）は約4千社前後であり、95年私募株発行額は69億ドル、うち外国企業の発行額は6割以上を占めている（図2）^{9）}。

図2 規則144A条による外国・内国企業私募株発行額
（億ドル）



原典：SIA, Trends, August, 1996.

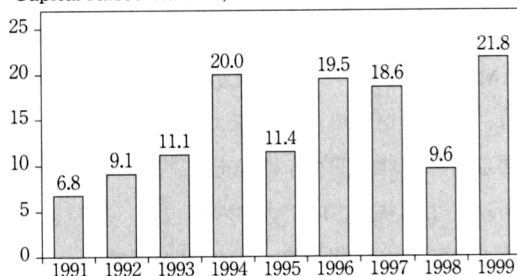
出所：（財）日本証券経済研究所『図説アメリカの証券市場 1998年版』、75頁より。

ADR市場は90年代以後急成長した。特に、中南米諸国の国営企業の民営化による米国市場への上場、アジアの中国国有企業の上場および最近の韓国企業の上場が目立つ。預託証券による外国企業の資本増加額は94年に200億ドルという大台に達し、99年はさらに218億ドルを記録した（図3）。99年ADR項目は1,974プログラムに達し、85年の3倍を超えている（図4）。99年ADRの売買金額は6,819億ドルになり、91年

より7倍以上に増えており（図5）、また売買高（株数）は168億株、91年の4倍となっている（図6）。

図3 預託証券による資金調達額

Capital raised via DRs, in billions of USD



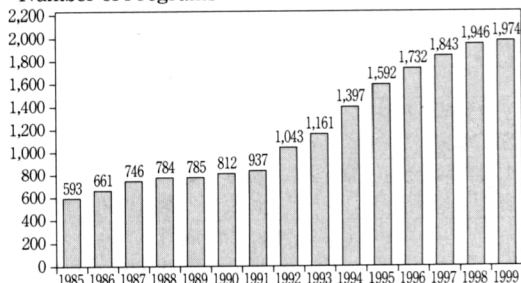
Includes Dutch NYRS programs

Source: Citibank, N.A. and other depositaries-December 31, 1999

出所：Citibank, Listing in the U.S.: The Role of ADRs.

図4 ADR発行プログラムの推移

Number of Programs



Includes Dutch NYRS programs

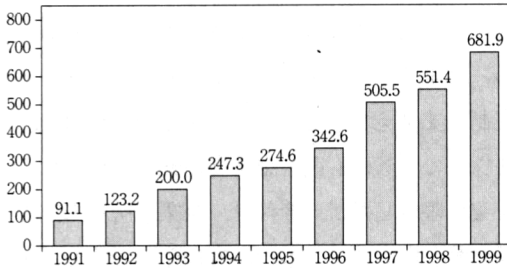
Source: Citibank, N.A. and other depositaries-December 31, 1999

出所：Citibank, Listing in the U.S.: The Role of ADRs.

現在60以上の国で、1,900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、J.P.モルガンによって行われ、それぞれが配当、委任状等の責任を持ち、3行のほぼ独占状態である。特にバンク・オブ・NYは50以上の国で、1,000プログラムのADRを発行し、過去の6年間では、新規公募ADRプログラ

図5 NYSE, Amex, Nasdaqに上場ADRの買売金額

Value of shares traded, in billions of USD



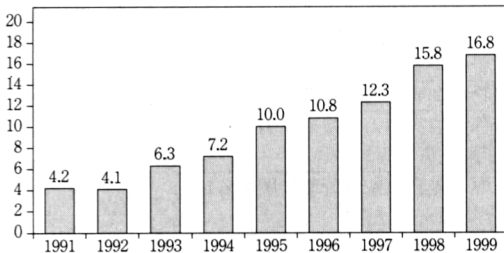
Includes Dutch NYRS programs

Sources: NYSE, Amex, Nasdaq-December 31, 1999

出所: Citibank, Listing in the U.S.: The Role of ADRs.

図6 NYSE, Amex, Nasdaqに上場ADRの買売高

Shares traded, in billions



Includes Dutch NYRS programs

Sources: NYSE, Amex, Nasdaq-December 31, 1999

出所: Citibank, Listing in the U.S.: The Role of ADRs.

ムの約6割がバンク・オブ・NYに預託証券業務を委託している¹⁰⁾。

以上、ADRの仕組みと近年の発展状況を紹介した。では、中国企業は一体どのようにしてADRを発行し、米国市場に上場を果たしたのかを、次に見ていこう。

Ⅲ. 中国企業海外上場の状況

93年7月15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を果たした。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7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（国内会社登記）の海外上場は51社となり、175億ドル以上の資金を調達した。香港市場のH株も50社になり、172億ドルを資金調達した。

また、香港証券取引所は香港上場の中国系現地法人のレッドチップ¹¹⁾を中国企業として集計した結果によると、2000年9月末まで、中国企業の海外上場は138社となった。その内訳は、香港上場は117社（H株：48社、レッドチップ：69社）、米国上場は21社、シンガポール上場は7社、イギリス上場は5社およびオーストラリア上場は5社である。資金調達から見れば、香港上場は2,773億香港ドル（1香港ドル=7.8米ドル換算、約356億米ドル）、中国企業の海外上場全体の83%を占める。米国上場は543億香港ドル（約70億米ドル）、海外上場全体の16%を占め、香港上場に次ぐ第2位である¹²⁾。もし2000年10月海外三地（香港、ニューヨーク、ロンドン）の同時上場を果たした中国石油化工股份有限公司（Sinopec、資金調達：37.3億米ドル）と香港上場の同仁堂（資金調達：2.14億香港ドル=0.27億米ドル）を合わせれば、中国企業の海外上場は既に460億米ドルを超え、米国上場も約72億ドルに達した¹³⁾。

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、1993年6月中国证券监督管理委员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。この合意にあたっては約1年にわたる7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¹⁴⁾。現在までに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14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5回にわたり海外上場候補企業リストを発表し、上場候補企業は84社となった(表3)。そのうち実際に上場を実現した企業は51社、全候補企業の6割以上にのぼった。このように政府が海外上場候補企業を選ぶ

制度には計画経済の色が依然濃く残されていると考えられる。

一方、最近になって、海外上場を促進するため、99年7月に、中国政府は海外上場の国内審査制度を変え、今までは「上場候補企業制度」を採って、しかも国有企業と基幹産業に属する企業に限定したが、今後は、企業の所有形態を問わず、国有企業以外の所有形態の企業も、純資産4億元以上、過去1年の税引き利益6,000万元以上、資金調達額5,000万ドル以上という条件をクリアすれば、また調達した資金の使途

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

時期	国・地域	海外証券当局	覚書名称	サイン地
1993.6	香港	証券暨期貨事務監察委員會	「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會	「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	「証券先物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
1998.10	ドイツ	証券監督・管理委員会	「証券先物監督管理合作了解覚書」	フランクフルト
1999.11	イタリア	国家証券監督・管理委員会	「証券先物監督管理合作了解覚書」	ローマ
2000.8	エジプト	資本市場委員会	「証券監督管理合作了解覚書」	北京

出所：『中国証券報』1998年5月19日、99年11月6日、2000年8月10日；『中国改革報』1998年10月10日より作成。

表3 中国海外上場の候補企業数

時期	発表回数	海外上場候補企業数(社)
1992.10	1	9
1994.1	2	22
1995.9	3	7
1996.12	4	38
1998.12	5	8
計	5	84

出所：『人民日報(海外版)』1995年9月28日；『中国証券報』1997年1月24日；『中国改革報』1998年12月7日などより作成。

が国の産業政策と外資利用政策に適すれば、海外上場ができるという「条件付き審査制度」に変更した¹⁵⁾。海外の金融機関は中国企業の海外上場審査制度の変化に対して、以前より上場審査の透明性を高め、歓迎の意思を示した¹⁶⁾。

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、WTOの加盟と国有企業の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のニューヨーク（NYSE）上場の状況を見ることにしよう。

Ⅳ．中国国有企業の ニューヨーク上場

1．ADRの発行と資金調達

93年7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12社となり、これらの

表4 NYSE上場の中国企業ADR発行一覧表

銘柄（表記）	上場日	1 ADR 単位対株 式比率	発行価格 （米ドル）	発行額 （万ADRs） （米国発行）	資金調達（IPO） （百万米ドル） （米国発行）	主幹事	預託銀行	業種
上海石化（SHI） H株，ADR，A株	1993.7.26	1：100	20	840.00 (US: 504.00)	168.00 (US:100.80)	メリルリンチ	バンク・ オブ・NY	石油化学
山東華能（SH） ADR（N株）	1994.8.4	1：50	14.25	2,337.40 (US:2,337.40)	333.08 (US: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（HNP） ADR，H株	1994.10.6	1：40	20	3,125.00 (US:3,125.00)	625.00 (US: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（JCC） H株，ADR，A株	1995.5.22	1：100	20.75	803.72 (US: 446.51)	166.77 (US: 92.65)	メリルリンチ	バンク・ オブ・NY	化学工業
広深鉄道（GSH） H株，ADR	1996.5.13	1：50	19	2,053.68 (US:1,145.08)	390.20 (US:217.56)	ベア・ステアス	J.P.モルガ ン	鉄道運送
東方航空（CEA） H株，ADR，A株	1997.2.4	1：100	18	1,400.00 (US:1,260)	252.00 (US:226.80)	モルガン・スタ ンレー	バンク・ オブ・NY	航空会社
北京燕石化（BYH） H株，ADR	1997.6.24	1：50	11.498	1,619.20 (US:809.60)	186.17 (US:93.09)	ベアー・スター ンズ	バンク・ オブ・NY	石油化学
南方航空（ZNH） H株，ADR	1997.7.30	1：50	28	2,141.95 (US:867.22)	599.75 (US:242.82)	ゴールドマン・ サクッス	バンク・ オブ・NY	航空会社
兗州煤業（YZC） H株，ADR，A株	1998.3.31	1：50	15.75	825.00 (US:276)	129.94 (US:43.47)	ベア・ステアス	バンク・ オブ・NY	エネルギー （石炭）
中国石油（PTR） H株，ADR	2000.4.6	1：100	16.44	17,582.42 (US:3321.43)	2,890.00 (US:546.04)	CICC，ゴールド マン・サクッス	バンク・ オブ・NY	エネルギー （石油，ガス）
中国聯通（CHU） H株，ADR	2000.6.22	1：10	19.99	24,590.00 (US:8606.00)	4,915.00 (US:1720.00)	CICC，モルガ ン・スタンレー	バンク・ オブ・NY	通信
中国石化（SNP） H株，ADR，L株	2000.10.18	1：100	20.65	18,038.5 (US:1322.04)	3,730.00 (US:273.00)	モルガン・スタ ンレー，CICC	シティバ ンク	石油化学
合計				75,356.87 (US:24,021)	14,385.91 (US:4,514.31)			

注：1. N株とはニューヨーク証券取引所（NYSE）にADR方式で第一上場の中国企業銘柄をいう。L株はロンドン上場の中国企業銘柄である。

2. 発行額は原株からADRsに換算した数字である。

3. （ ）内の数字は米国発行のADRsと資金調達の数字である。

4. CICCはChina International Capital Corporation Limitedの略称である。

5. 一部の数字はCitibankとBank of New Yorkの担当者の聞き取り調査によるものである。

出所：New York Stock Exchange, Fact Bookの各年版；劉鴻儒編『中国企業海外上市回顧と展望』中国財政経済出版社，1998年，166頁；『中国証券報』；International Financing Reviewの各号；<http://www.nyse.com>；<http://www.bankofny.com/adra/asia.htm>；<http://www.jpmorgan.com/>；<http://www.citissb.com/>より作成。

企業は中国のトップクラスの大手企業で、石油化学、エネルギー、交通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2000年4月上場した中国石油天然ガス股份有限公司(PetroChina)は、中国最大の石油と天然ガスの採掘企業である。また、2000年10月に、ニューヨーク、香港およびロンドンという海外の「三地上場」を実現した中国石油化工股份有限公司(Sinopec)は現在中国最大の石油化学メーカーでもある。そして2000年6月に、中国聯通(China Unicom)は近年のIT(情報技術)関連銘柄ブームの中、現在までに中国海外上場企業中最大の資金調達企業(約50億ドル)となり、アジア(日本企業を除く)でも同じ最大規模の資金調達(IPO:株式新規公開)企業となった。

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、94年4月に中国证券监督管理委员会と米国証券取引委員会(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(94年8月4日)と華能国際電力(94年10月6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ⅢADR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1ADS14.25ドルの発行価格、1ADS対50原株(N株)の比率で2,337.4万ADS(11.678億N株)を発行し、3.33億ドルの資金を調達した。また米国証券取引委員会(SEC)は

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¹⁷⁾。華能国際電力は1ADR20ドルの発行価格、1ADS対40N株の比率で3,125万ADS(12.5億N株)を発行し、6.25億ドルの資金を調達した。また同社は97年6月に転換社債(CB)2億ドルも発行し、ニューヨーク証券取引所(NYSE)に上場した¹⁸⁾。そして、98年では香港市場にもH株を上場し、資金調達のルールが多元化し、N株は山東華能発電1社だけに残った。

他の10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H株を上場し、そしてその原株H株をレベルⅢADR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。また一部のニューヨーク上場企業(4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」を実現した。さらに、最近上場した中国石油化工股份有限公司(Sinopec)は香港、ニューヨーク、ロンドンという海外の「三地上場」も実現した。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賄う。

ニューヨーク(NYSE)上場中国企業数の推移は表5で示している。それを見れば、97年夏以後のアジア金融危機の影響が大きく、98年は1社だけに止まり、99年はゼロであった。しかし、2000年に入ってから、新規上場を再開し、

表5 ニューヨーク(NYSE)上場中国企業数の推移(社)

年	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
中国本土企業数	1	3	4	5	8	9	9	12

出所: New York Stock Exchange, Fact Bookの各年版; <http://www.nyse.com> より作成。

大型企業3社が上場を果たした。業界トップ3社のIPO（株式新規公開）による資金調達は100億米ドル（115億米ドル）を超え、今までにない規模でニューヨーク、香港およびロンドンというグローバルな資本市場へ登場し、WTO加盟の準備とはいえ、今後中国企業と世界の主要な資本市場と益々接近する信号を出したと言える。

現在まで、ニューヨーク（NYSE）上場中国企業12社の株式新規公開（IPO）による資金調達は約143億ドルに達し、うち米国サイドからの調達額は約45億ドルとなった。

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144A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6が示す通り、レベルⅠADR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ⅡADR、レベルⅢADR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7が私募（規制144A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。

その他、近年のインターネットブームで、中華網（China.com）、新浪網（Sina）、易網（Net-ease）、ソフー（Sohu）、中貿網（ChinaE.com）などの中国語ネットサイト経営会社は、ナスダック（Nasdaq）市場にも新規公開（IPO）し、話題を呼んでいる。しかし、大部分のネット企業は海外のカイマン諸島または米国で会社登録し、株式を公開している。最近のネットバブル

表6 中国企業の米国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ⅠADR (第二上場)	1:10	バンク・オブ・ NY	飲料
広船国際 H株	レベルⅠADR (第二上場)	1:10	バンク・オブ・ NY	造船
上海氯碱化工 B株	レベルⅠADR (第二上場)	1:10	バンク・オブ・ NY	化学工業
上海二紡機 B株	レベルⅠADR (第二上場)	1:10	バンク・オブ・ NY	機械
中海発展 H株	レベルⅠADR (第二上場)	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ⅠADR (第二上場)	1:10	バンク・オブ・ NY	不動産
陸家嘴金融貿易区 B株	レベルⅠADR (第二上場)	1:50	バンク・オブ・ NY	不動産
上海外高橋 B株	レベルⅠADR (第二上場)	1:5	バンク・オブ・ NY	不動産
上海タイヤ&ラバー B株	レベルⅠADR (第二上場)	1:10	バンク・オブ・ NY	タイヤ
深圳特区房地產 B株	レベルⅠADR (第二上場)	1:10	バンク・オブ・ NY	不動産

出所：『証券市場導報』1995年9月号、40頁；『人民日報（海外版）』2000年5月26日より作成。

表7 中国企業の私募（規制144A条）ADR一覧表

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

の影響を受けて、これらネット企業の株価が暴落した。

2. ADRの取引

ADR発行後の取引は、その仕組みとしてまずニューヨーク（NYSE）市場で売買されると同時に、ADRの預託銀行を通じて原株市場で一定の比率で原株に交換することができる。つまりニューヨーク（NYSE）市場で現在取引されているADRは原株と相互に交換することができ（一般流通できない原株を除く）、ADRが増えると原株は減り、原株が増えるとADRは減るという相互に転換できる仕組みになっている。但し、

増資がない限りADRの最大交換枠は原株の発行量の枠内にとどまる。その意味でニューヨーク（NYSE）市場に出回っているADRの数量は変動的かつ限定的である。

近年ニューヨーク上場中国企業の取引状況は、表8が示すように、まず98年は1億株を超えピークになったが、99年は大きく減った。また取引金額を見ると、97年は19億ドルの大打に達し、その後は伸び悩み、99年は6億ドル前後に大きく減った（表9）。

97年の取引高・取引金額が急に伸びた理由は、アジア金融危機以前に、中国企業の新規上場の増加（3社：東方航空、北京燕化石化、南方航空）が市場にインパクトを与えたことが考えられるが、もう一つの大きな理由は言うまでもなく97年7月1日の香港返還という政治的要素を市場が敏感に感じ取ったことであろう。少なくとも米国投資家の間に「中国関連銘柄」に対する期待が大きく膨らんでいるのではないだろうか。

ADR価格は今年新規上場の3社を除けば、他の企業は発行価格より大きく割り込んだが、価格の低迷は勿論今回東南アジアの金融・経済危機と世界的不況の影響によるもので、加えて上

表8 NYSE上場中国企業の取引高の推移

(単位：百万株)

年	1995	1996	1997	1998	1999
上海石化 (SHI)	7.2	3.2	10.1	10.8	6.2
山東華能 (SH)	17.2	9.1	8.1	9.7	11.9
華能国際 (HNP)	23.2	19.0	22.2	36.8	26.6
吉林化工 (JCC)	8.4	4.8	8.5	5.5	2.5
広深鉄道 (GSH)		14.7	7.5	9.8	5.7
東方航空 (CEA)			13.0	6.2	4.3
北京燕化石化 (BYH)			10.3	5.2	3.4
南方航空 (ZNH)			10.6	11.2	6.8
兗州煤業 (YZC)				5.8	0.9
合計	56	50.8	90.3	101.4	68.4

出所：New York Stock Exchange, Fact Bookの各年版。

表9 NYSE上場中国企業の取引金額の推移

(単位：百万ドル)

年	1995	1996	1997	1998	1999
上海石化 (SHI)	212.5	94.1	275.2	129.2	100.0
山東華能 (SH)	141.0	80.6	81.7	55.9	51.1
華能国際 (HNP)	367.2	323.6	521.1	586.0	317.3
吉林化工 (JCC)	178.1	84.4	169.7	49.7	21.8
広深鉄道 (GSH)		289.1	144.1	73.7	35.0
東方航空 (CEA)			294.2	66.9	41.2
北京燕化石化 (BYH)			150.9	33.0	26.3
南方航空 (ZNH)			304.4	93.3	55.5
兗州煤業 (YZC)				81.1	13.2
合計	898.8	871.8	1,941.3	1,168.9	661.5

出所：New York Stock Exchange, Fact Bookの各年版。

場企業12社のうち11社が香港に重複上場されていることが値下がりのもう一つの大きな要因と考えられる。すなわち香港の原株は一定の比率でADRと交換され、当然ながら原株の株価はADRの価格を大きく左右するからである。今回の危機で香港の恒生指数は半値以下に下がり、H株の値下がりがあるままADRの価格下落に大きな影響を与えたと言えるであろう。

3. 企業業績とM&A

98年以前上場した9社の業績については、表10が示しているように、6年連続増収・増益の企業は華能国際の1社だけだった。同じ電力会社である山東華能は、97年、98年の2年間は減収・減益となった。同社の株価も2000年12月4日現在は7.84米ドル/ADR、発行価格(14.25米ドル/ADR)の半値近くに落ち、2000年4月17日の最安値はなんと2.94米ドル/ADRになった¹⁹⁾。同じ電力会社も業績はかなりの差があった。

他の企業については、売上は比較的安定しているが、大部分企業の利益は減っている。利益が安定しているのは兗州煤業である。上海石化と北京燕化石化の石油化学企業2社は同じように、95年度的大幅増収のあと、96年度より減益となっている。特に上海石化は95年度21億元以

上の純利益から98年度2億元前後までに下がった。石油化学関連企業の減益は国内市場競争の激化と、また不正に安く密輸入される外国の石油化学原料と関連製品に押されているためではないと思われる。

一方、東方航空は98年度の赤字と連続の無配が目立つ。南方航空も97年度と98年度は無配になった。かつて中国の空は中国民航1社だけが独占してきたが、88年の分社化後、空の競争が激しくなり、各社は新機の購入など大量の設備投資が必要となった。しかし利益がある年度に配当をしないとすれば、投資家が離れる恐れがあり、株価と増資にも大きく影響することになるだろう。

そして、2000年新規上場の3社を見れば、業界トップ3社の売上は増えており、利益については、中国石油と中国石化は99年増えたが、中国聯通は98年減り、99年からかなり回復した。

また、近年では、国有企業は経営不振から、様々な吸収・合併(M&A)の再建策を図り、「強強聯合」(大企業と大企業の合併)と「強弱兼併」などM&Aのブームになっている。この影響を受けて、2000年7月に、以上の両電力会社は華能国際が山東華能を吸収する形で合併する計画を発表した²⁰⁾。合併が成立すれば、新しい

表10 NYSE上場中国企業の業績

(単位: 百万人民元)

銘柄 (記号)	西暦年月	売上	税引前利益	純利益	1株益 (元)	1株配 (元)
上海石化 (SHI)	94.12	9,384	1,780	1,494	0.23	0.13
	95.12	11,835	2,516	2,127	0.33	0.13
	96.12	11,901	1,204	1,008	0.15	0.12
	97.12	11,832	844	726	0.1	0.06
	98.12	10,709	253	237	0.03	0.03
	99.12	14,037	721	606	0.08	0.05
山東華能 (SH)	94.12	1,908	827	538	0.13	0.04
	95.12	2,241	1,021	661	0.15	0.06
	96.12	2,677	1,170	741	0.17	0.06
	97.12	2,590	1,082	685	0.16	0.06
	98.12	2,452		578		
華能国際 (HNP)	94.12	4,216	1,107	830	0.17	0
	95.12	4,589	1,371	1,203	0.24	0
	96.12	4,837	1,560	1,332	0.27	0
	97.12	6,740	2,044	1,662	0.33	0
	98.12	8,082	2,210	1,839	0.33	0.08
	99.12	10,488	2,253	1,868	0.33	0.09
吉林化工 (JCC)	94.12	5,849	860	602	0.25	-
	95.12	7,079	1,100	744	0.25	0.05
	96.12	7,676	467	314	0.09	0.05
	97.12	8,631	163	100	0.03	0.03
	98.12	8,844		66	0.02	0.01
	99.12	10,555		149	0.04	0.01
広深鉄道 (GSH)	94.12	2,124	1,274	1,242	-	-
	95.12	2,332	1,274	1,250	0.43	-
	96.12	2,258	1,272	1,078	0.28	0.1
	97.12	2,198	922	830	0.19	0.12
	98.12	1,943		642	0.15	0.1
	99.12	1,819		529	0.12	0.12
東方航空 (CEA)	94.12	5,836	909	607	-	-
	95.12	6,616	995	634	0.21	-
	96.12	7,286	841	591	0.2	-
	97.12	8,574	954	635	0.14	0
	98.12	8,172	-610	-481	-0.1	0
	99.12	10,163	227	151	0.03	0
北京燕化石化 (BYH)	94.12	3,478	256	178	-	-1
	95.12	7,000	1,185	815	-	-
	96.12	5,981	718	531	0.22	-
	97.12	6,293	998	686	0.24	0.06
	98.12	5,384	701	116	0.03	0.02
	99.12	6,454	1,184	346	0.1	
南方航空 (ZNH)	94.12	7,592	226	104	0.05	-
	95.12	9,032	500	227	0.1	-
	96.12	11,387	1,260	727	0.33	-
	97.12	12,821	1,946	1,143	0.43	0
	98.12	11,849	-638	-514	-0.15	0
	99.12	13,300			0.02	0.06
兗州煤業 (YZC)	94.12	1,557	515	294	-	-
	95.12	2,458	800	507	-	-
	96.12	3,279	1,233	739	-	-
	97.12	3,298	1,330	845	0.51	0
	98.12	3,687		817	0.35	0.057
	99.12	3,362		825	0.32	0.089
中国石油 (PTR)	98.12	107,425		14,879	9.3	
	99.12	126,181		20,779	12.99	
中国聯通 (CHU)	96.12	10,988	1,804	945	0.97	
	97.12	13,374	1,616	599	0.62	
	98.12	14,029	1,352	372	0.38	
	99.12	17,450	2,816	839	0.86	
中国石化 (SNP)	98.12	10,709	619		0.03	
	99.12	14,037	1,089		0.08	

出所: 東洋経済新報社『アジア会社四季報』1999年版; 東洋証券『中国株投資ガイド』'98/'99; 邱永漢編『中国株会社情報』1996年版, 2000年版; <http://www.bankofny.com/adr>; 内藤証券の資料; 大和証券・大和総研『中国株投資ハンドブック』97年版, 98年版より作成。

華能国際電力股份有限公司が誕生し、それに伴って、山東華能の株式を1株1.34元の価格で内外の株主から買収することになり、買収金額は57.68億元にのぼり、合併成立後は、山東華能がニューヨーク証券取引所（NYSE）から銘柄を取り消し、国内の会社登記も同時に取り消すこととなる。山東華能はNYSEから銘柄を取り消せば、N株の姿が消え、ニューヨーク上場企業はすべてが香港、ロンドン、国内市場などの重複上場銘柄になることである。

このような海外市場での吸収合併は華能国際と山東華能の合併が初めてのケースであり、今後、海外の株式市場を通じた企業再建が益々重視されることになるであろう。資本市場を利用して企業効率を図ることが重要なことである。但し、M&Aは「規模の経済」だけを追求し、企業の効率と健全な企業経営に結び付かないと、ただの合併のお祭り騒ぎあるいは経営権の争いになる恐れがあり、かえって非効率になる可能性があると思われる。

以下、ニューヨーク上場企業のもう一つの特徴である重複上場または「三地上場」のことを取り上げ、中国国内投資家と海外投資家の同じ銘柄に対する投資の温度差を考察することにしよう。

4. 重複上場による内外株価の差

そもそもニューヨークと香港の重複上場の目的は発行リスクを分散するためと、投資家に対しより広範な投資環境を作ることが狙いである。また、企業は資金調達ルートが多くなると同時に、上場基準が国内より厳しい海外市場の様々なノウハウを吸収することができ、企業の制度改革にも役立つ。特にニューヨーク上場は世界級の企業になるというイメージ・アップ効

果があり、企業の知名度と信用力の向上につながっている。従って多くの企業は重複上場または「三地上場」を実現したいのである。

現在までニューヨーク（NYSE）市場、香港のH株、国内のA株という「三地上場」を実現した企業は4社（上海石化、吉林化工、東方航空、兗州煤業）であり、従ってこれらの銘柄は三つの株価を形成している。周知のように国内のA株市場は海外市場と完全に分断され、その株価は国内市場要因によって独自に形成されている。一方、ニューヨーク（NYSE）と香港の市場では同一会社の株価が相互に影響し、一般的に株価の低い市場に売買を持っていく傾向がある。例えば98年の香港市場の低迷により、一部企業のADRが売られ香港市場の原株を買うという「回流現象」が見られている²¹⁾。さらに2000年10月に上場した中国石油化学（Sinopec）はニューヨーク、香港およびロンドンという海外の「三地上場」も実現した。しかし、重複上場と「三地上場」によって、内外の株価はどの程度の差があるのか。次に、アジア金融危機1年後の98年10月2日の「三地上場」企業の株価を比較することにしよう。

表11を見ると、「三地上場」企業の株価はA株が一番高く、次にH株、ADRという順になっている。H株と、H株に比率換算した後のADRの価格差はわずかであり、一方A株はH株およびADRと比較して相当高く、平均して6倍もの差があり、なかでも吉林化工は何と13倍の差が出ている。その価格差は企業に対する「三地」投資家の投資判断がそれぞれの市場によって違い、温度差が出たことを物語っている。勿論、国内投資家は現在海外の株式市場を投資することが制限されており、国内の株式市場においてA株しか選択できず、投資選択の幅は海外投資家よ

表11 「三地上場」企業の株価比較 (1998.10.22)

銘柄	上海石化 (終値) 1 ADR : 100H株	吉林化工 (終値) 1 ADR : 100H株	東方航空 (終値) 1 ADR : 100H株	兗州煤業 (終値) 1 ADR : 50H株
A株	3.04Rmb/A株	6.70Rmb/A株	3.35Rmb/A株	6.11Rmb/A株
H株	0.830HK\$/H株 0.88Rmb/H株	0.43HK\$/H株 0.46Rmb/H株	0.59HK\$/H株 0.63Rmb/H株	1.45HK\$/H株 1.54Rmb/H株
ADR	10.19US\$/ADRs 0.79HK\$/H株 0.84Rmb/H株	5.44US\$/ADRs 0.42HK\$/H株 0.45Rmb/H株	7.38US\$/ADRs 0.58HK\$/H株 0.61Rmb/H株	8.88US\$/ADRs 1.38HK\$/H株 1.46Rmb/H株

注：1 US\$=7.8HK\$, 1 US\$=8.2Rmb, 1HK\$=1.06Rmb換算。A株額面はH株と同額である。

出所：東洋証券、内藤証券の資料；http://www.nyse.com より作成。

り狭いであろう。一方、海外投資家も中国国内のA株市場に投資できず、国内外市場を完全に分断されていることがこのような価格差を生じ、上場企業にとって不利な立場になるであろう。国内のA株と海外投資家向けのB株も同じような現象を表している²²⁾。

今後、このような重複上場と「三地上場」によって生じた内外の価格差の問題を考えなければならぬ。健全な市場を維持するために、どのような方法を採用した方がよいのか。特に、中国のWTO加盟後、国内市場は以前よりさらに開放し、世界経済へと融和していくであろう。国内の金融・資本市場はどこまで開放できるのかについては、次の第V章で検討することにしよう。

5. 評価

以上、中国企業のニューヨーク (NYSE) 上場を紹介した。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 (表12)、会計基準、開示義務、投資家保護などの基準に準拠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難問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って抜本的な企業制度改革でもある。さらに、企業制度改革と関連して、中国企業のコーポレート・ガバナンス (企業統治) には様々な問題も残されている。しかし、海外上場の諸問題とガバナンスの問題は既に別稿で議論したため、ここでは検討しない²³⁾。

この7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と諸制度にしたがってルールを遵守し、各方面において改善する傾向が見られる。例えば96年2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²⁴⁾。しかし、一部の企業ではまだ国内企業の慣習で情報開示などの面で不十分である。これに対して海外投資家の意見が出ており、96年10月24日米国証券取引委員会 (SEC) のレビット委員長は中国を訪問した際、中国株の情報開示改善を要望したと報道されている²⁵⁾。

ニューヨーク上場については、中国企業は世

表12 ニューヨーク証券取引所上場基準および上場廃止基準

上 場 基 準
・有形純資産が4,000万ドル以上 ・直近事業年度の税引き前利益が250万ドル以上、かつその前2事業年度の税引き前利益が各々200万ドル以上、または、直近3事業年度の税引き前利益の合計が650万ドル以上、かつ直近事業年度の税引き前利益が450万ドル以上で、各年度とも利益を計上、または、時価総額が5億ドル以上で直近事業年度の収入が2億ドル以上の会社の場合は、直近3事業年度の利益の合計が2,500万ドル以上 ・100株以上を所有する株主数が2,000人以上、または、株主総数が2,200人以上かつ直近6カ月の月平均売買高が10万株以上、または、株主総数が500人以上かつ直近12カ月の月平均売買高が100万株以上 ・一般株主の所有株主数110万株以上 ・一般株主の所有株式に係る時価総額が4,000万ドル以上
上 場 廃 止 基 準
・100株以上を所有する株主数が1,200人未満（NYSE会員業者名義の実質株主は算入） ・一般株主の所有株式数が60万株未満 ・一般株主の所有株式に係る時価総額が500万ドル未満 ・発行済み株式（金庫株を除く）の時価総額が800万ドル未満、かつ過去の3年の純利益（税引き後）の平均が60万ドル未満 ・有形純資産が800万ドル未満、かつ過去3年の純利益（税引き後）の平均が60万ドル未満

出所：（財）日本証券経済研究所編『図説アメリカの証券市場』98年版、113頁より。

界最大の資本市場に資金調達のパイプがつながったこと、そして、アメリカの投資家はニューヨーク上場の中国企業を通じて今後成長する中国市場への投資チャンネルをできたことを評価できる。また、中国企業は米国市場の諸制度と金融技術および米国企業の経営手法を学習するチャンスを得て、今後の企業制度改革と経営手法の改善に役立つと考えられる。

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、98年NYSEの理事長グラッソー（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²⁶⁾。これは2000年の業界トップ3社の上場とつながり、中国企業のニューヨーク上場もそろそろ実験段階の終盤に入り、今後WTOの加盟に向けて益々拡大することになるであろう。

しかし、財務データの信頼性、情報開示およびコーポレート・ガバナンスと関連する国有企業の抜本的な企業制度改革には依然問題が山積しており、海外投資家が信頼できる企業の運営

体制の確立が必要で、これらの問題は海外上場企業にとって喫緊な課題になるであろう。次は中国のWTO加盟と金融・資本市場の開放による海外上場の影響を検討することにしよう。

V. WTOの加盟と金融・資本市場の開放

2000年5月24日に、米下院は本会議で中国に最恵国待遇（MFN）を恒久的に供与する法案（PNTR）を賛成多数（賛成237票、反対197票、棄権1票）で可決した。また、9月19日、米上院本も賛成83票、反対15票で同法案を可決した。そして10月10日、クリントン大統領は同法案にサインし、法案成立した。それによって、中国の世界貿易機関（WTO）加盟への障害はなくなり、年内あるいは2001年での実現がほぼ確実になったと報道されている²⁷⁾。

1979年米中国交樹立の年に、「米中通商協定」が締結され、米中両国は相互に最恵国待遇を供与することで合意した。しかし、翌年に、同協

定が正式に発効された後、米国は国内の「1974通商法」の関連規定に基づき、中国の最恵国待遇(MFN)に対して、年度審査を実施した。以来20年間で、米中両国の貿易額は600億ドルの大台に達し、米国の対中直接投資も拡大し、98年までの対中累積直接投資額は214億ドルに達した²⁸⁾。しかし、毎年の対中MFN更新は人権問題、兵器拡散などの問題が複雑に絡み合っておりながらも、毎年更新されてきた²⁹⁾。また、GATTとその後の機関であるWTOの加盟をめぐるのは、89年の天安門事件、99年のユーゴスラビアの中国大使館の誤爆事件などの影響があって、交渉は数回中断され、14年を要し、「マラソン交渉」と言われた(表13)。ようやく最近になって、日本(99年7月)、米国(99年11月)、EU(2000年5月)と中国の二国間交渉が妥結、米上院・下院のPNTR法案も可決されたことで、中国のWTO加盟の実現は終盤の段階に入った。

中国のWTO加盟はこれから人口13億の市場を世界に開放することを意味し、また、135のWTO加盟国に対して、相互に最恵国待遇を与えることを約束することであろう。それによっ

て、今後の中国は高い関税水準(平均名目関税水準:17%)を段階的に引き下げ(表14)、少なくとも発展途上国の平均水準(10%~15%)まで引き下げる必要がある。また、WTOの無差別、内国民待遇、非関税障壁の削減、透明性の維持などの基本原則を守ること、国際規範と取引ルールに従って行動する必要もある。そして、国際社会の一員として各国と正常な通商関係が維持でき、より開かれた国と競争のある社会を構築することができる。WTOの加盟は中国にとって「千載一遇のチャンス」³⁰⁾あるいは「第2次の開放」³¹⁾という表現で重要視され、今後は輸出を拡大し、海外進出も容易になると同時に、逆に、輸入、直接投資および海外サービ

表14 中国の平均名目関税水準

時期	平均名目関税率
1992年12月	43.2%
1993年	42%
1994年	35.9%
1996年4月	23%
1997.10~現在	17%

出所：龍永図「加入世貿組織、融入國際社会主流」『国際貿易問題』1999年第9期；大橋英夫『米中経済摩擦：中国経済の国際展開』勁草書房、1998年、228頁、229頁より作成。

表13 中国のWTO加盟への歩み

時期	主な出来事
1986/7	中国が関税貿易一般協定(ガット)加盟を申請
1992/10	89年の天安門事件で中断した加盟の作業部会が再開
1993/3	米中の二国間交渉再開
1995/1	WTO発足
1999/4	朱鎔基首相とクリントン大統領が会談、決着持越し
1999/5	NATOがユーゴスラビアの中国大使館誤爆、交渉中断
1999/7	日本との二国間交渉妥結
1999/11	米国との二国間交渉妥結
2000/3	加盟の作業部会が再開
2000/5/19	EUとの二国間交渉妥結
2000/5/24	米下院が中国へのMFN恒久化法案可決
2000/9/19	米上院が中国へのMFN恒久化法案可決

出所：『日本経済新聞』2000年5月25日；The Asian Wall Street Journal, September 21, 2000より作成。

スも確実に増えることになるであろう。

一方、米国産業界は中国のWTO加盟に関して、様々な形で関心を示した。例えば、2000年の初め頃、米ハイテク業界は大統領に中国のWTO加盟を要請した³²⁾。米電子協会（米ハイテク業界団体）のベネット上級副理事長は、「日本市場は米ハイテク業界にとって依然として大切ではあるが、巨大な中国市場の方がはるかに魅力的だ」と米ハイテク業界の立場を言い切った³³⁾。

とはいえ、WTOの加盟は中国にとってどこにメリットがあるのか、また、どんな産業にダメージが大きいか、特に、国際的な競争力が弱いと見られている金融サービス業は、これから外資系銀行と保険会社の業務参入によりどんな影響を受けるのか、そして、資本市場はどこまで開放できるのか、次はこれらの点を整理し、銀行、保険、証券といった金融サービス業がおかれている状況を分析し、国際競争の立場からWTO加盟後の影響を紹介し、改めて中国企業のニューヨーク上場の意義を考える。

1. WTO加盟のメリットとデメリット

中国がWTOの加盟を実現すれば、そのメリットとデメリットを以下のように整理することができる。

まずメリットの面から見れば、(1) 貿易と対中直接投資が拡大する。貿易額は98年の3,240億ドルから2005年の6,000億ドル、対中直接投資額は98年の456億ドルから2005年の1,000億ドルまでに拡大すると予測されている³⁴⁾。(2) 最も競争力ある紡績・アパレル業の輸出は、外国の輸出割当額 (Quota) を取り消すことによって、300%以上の伸び率が期待できる³⁵⁾。紡績・アパレル業の輸出の拡大は、1998年から2010年まで

に、543万人の雇用増加を実現させることができると予測されている。(3) 同じように、サービス業、建設業および食品加工業はそれぞれ266.4万人、92.8万人、16.8万人の雇用拡大を実現できる。合計で900万人以上の雇用増加が期待できる (表15)。(4) 一部の化学・鉄鋼・機電製品、家電製品および自転車・玩具・文具用品・食品加工などの軽工業製品のメーカーに有利になる。(5) 1998年から2010年までの間に、WTO加盟すれば、年平均GDPの増加率は加盟しないのに比べ約1%～3%プラスになる³⁶⁾。

表15 中国のWTO加盟後の雇用予測

業種	増減人数 (万人)	増減率 (%)
紡績	282.5	23.6
アパレル	261	52.3
サービス	266.4	2.1
建設	92.8	2.2
食品加工	16.8	2.1
雇用増加の業種 (合計)	919.5	
農業	-966.2	-3.6
自動車	-49.8	-14.5
機械・計器	-58.2	-2.5
雇用減少の業種 (合計)	-1,074.2	

出所：『人民日報（海外版）』1999年11月22日より作成。

(6) 輸入の拡大を促進すると同時に、輸入コストも下げる。国家計画委員会の推測によると、1999年から2005年までの7年間の輸入額は1兆5,000億ドルに達し、関税引き下げによって、輸入コストを大幅に下げることができる³⁷⁾。(7) 競争を促進する。WTO加盟による「外圧」があって、国有企業と民営企業に危機感をもたらし、競争を促進させ、技術革新と組織変革を求める企業改革を深化させることが期待できる。(8) 密輸入と偽物の製造が減ること。関税引き下げによって、横行していた密輸入と偽物の製造が減ることになり、知的所有権の保護も重視され

るようになる。

一方、デメリットの面から見れば、(1) 最もダメージが大きな業種は農業、機械・計器および自動車産業である。1998年から2010年までの間に、農業部門から966.2万人、機械・計器部門から58.2万人、自動車部門から49.8万人の雇用減少となると予測されている(表15)。以上の3業種だけを合わせれば、1,000万人以上の雇用減につながる。(2) 農産品の平均関税が2004年に17%まで下がり、一部重要な農産品の関税はさらに14.5%まで下がり、農民の収入は減ることになる。例えば、米国からの輸入麦を見れば、現在毎年200万トンである。今後500万トンに増えれば、中国の農民は54億元の減収という計算になる。また、アメリカのトウモロコシ、オレンジおよび牛肉などの農産品も中国の市場に入ってくる。(3) 輸入車の関税を引き下げる。現在、輸入車の関税は80%~100%であり、2005年に25%まで引き下げられ、自動車部品の平均関税率は10%まで下げられる。200万台以下の生産量(98年の生産量163万台)の中国の自動車産業に大きな打撃になることは間違いない。自動車産業の生産量と従業員は約12%減少し、自動車のメーカー(98年107社)も27%減少になる。(4) ハイテク・情報通信産業に激しい競争をもたらすことになる。通信市場を開放し、外資による通信サービス分野における49%の株式取得を許可する。そのうえ、2年後50%まで増資できる。また、外資に対しインターネット市場を全面的開放する。それによって、電話料金を引き下げ(現在はアメリカの5倍~6倍)、インターネットのアクセス料金も引き下げる競争になり、国内通信産業に大きな圧力になるであろう。(5) 外資が銀行、保険、証券、サービスなどの産業にも参入し、金

融サービス業の競争も激しくなるであろう³⁸⁾。銀行、保険、証券などの金融サービス業について、次に見ていこう。

2. 外資系銀行業務への参入

銀行業について、現在、外資系銀行は主に外資系企業に対して外貨業務を行なっているが、人民元業務について、今まではかなり厳しく制限されていた。ようやく最近になって、外資系銀行(32行)に一定の地域(上海、深圳)に限定して外資系企業に対する人民元業務が許可された。しかし、WTO加盟の2年後には、外資系銀行に対しては外資系企業だけではなく、中国企業にも人民元業務が開放される。加盟5年後に、外資系銀行に対して設けられた地域制限、顧客制限を完全に撤廃し、国内の個人にも人民元業務への参入を認める。また、加盟後は、非金融業の金融会社に対して、自動車ローンの業務に参入することを認める。「金融サービス協定」にも参加する。

以上のように、WTO加盟後は、外資系銀行の市場参入を段階的に大幅に認めることになるため、中国の4大国有商業銀行と中小の金融機関に残された時間は少ない。現在、中国の国有銀行は依然大量の不良債権(約8,000億元)を抱えており、最近では、銀行の不良債権を国家株あるいは国有法人株に転換する措置(「債转股」)をとっている。また、商業銀行の上場も予定されている。その狙いは銀行の不良債権を処理し、自己資本を充実させることであり、外資系銀行との前哨戦が既に始まっている。

現在、外資系銀行(98年165行)は全国外貨預金業務の約5%、人民元預金業務の1%以下、外貨貸出業務の20%以上、人民元貸出業務の1%以下、国際決済業務の約40%の市場シェ

アを持っている。加盟5年後は、以上のような業務制限が撤廃され、外資系銀行は全国外貨預金業務の約15%、人民元預金業務の10%、外貨貸出業務の3分の1以上、人民元貸出業務の約15%、国際決済業務の50%以上の市場シェアを持つことになる。また、加盟10年後は、全体で見れば、外資系銀行は市場シェアの3分の1ないし2分の1を占めることになると予測されている³⁹⁾。特に、外資系銀行が比較的競争力ある外貨貸出業務と国際決済業務について、国内銀行は極めて厳しい競争環境に置かれていると考えられる。

3. 外資系保険業務への参入

外資系保険会社の市場参入については、現在、15社の外国保険会社に対して、上海市と広州市の地域に限定して営業活動が認められている。99年外資系保険会社の保険料収入は18.2億元、前年比246%の増加であり、全国1,393億元の保険料収入の1.3%になっている。

加盟5年後は地域制限を撤廃し、業務範囲も段階的に拡大する。外資系保険会社は中外弁保険会社の50%株式取得を許可する。非生命保険業務について、加盟2年後は合併会社の51%株式取得を許可し、また3年後は100%出資の付属企業（子会社）も認める。再保険業務は制限なしに完全に開放する⁴⁰⁾。外資系保険業務の参入には一定の制限を設けており、また合併会社を通じて業務の拡大を進めることになるであろう。

外資系保険会社による競争について、上海のケースでは、1995年に保険市場が部分的に開放されたとき、アメリカの保険会社（美国友邦保険：American International Assurance Co., Ltd.）は最初の段階で中国の保険会社から91%

の市場シェアを奪った。しかし、翌年に、中国の保険会社はこの負けた教訓から、外資系保険会社のセールス方法を吸収・学習し、逆に、市場シェアの60%を取り戻し、その後、80%にまで回復した。現在では中国の保険会社は市場シェアの絶対的な優位を保っている⁴¹⁾。これは「外圧」によって、中国企業が経営努力し、サービスも改善して成功した一つの例である。

4. 資本市場の開放

資本市場の開放について、加盟後は外国金融会社による投資ファンド管理会社の33%の株式取得を許可する。加盟3年後には49%にまで増資できる。外資証券引受主幹事会社による合併証券引受会社の33%の株式所有を認めるということで、主に証券投資信託投資を通じて、株式と債券市場に参入することになっている⁴²⁾。証券市場は金融サービス業の中で一番制限が多く、開放されていない分野である。これは97年のアジアの金融危機から教訓を得て、市場開放に慎重な態度をとったためと思われる。

5. 小括

以上、中国のWTO加盟によるさまざまな影響を見てきた。現在のところは、紡績・アパレルなどの軽工業・加工業にメリットがある。一方、農業、自動車、情報通信、金融サービス業などの産業にダメージが大きい。特に金融サービス業では、銀行業による影響がかなり大きいと考えられる。次に保険業、証券業という順である。資本市場の開放はかなり限定されて、投資信託業務と一部の証券引受主幹事に限るということである。しかし、WTO加盟は各分野において競争を起こし、国際市場と融合することで、さまざまな業種と産業構造に大きな変革をもたらす

ことに意義があると考えられる。

むすびにかえて

以上、中国企業のニューヨーク (NYSE) 上場の紹介を通じて、国有企業がアメリカ資本主義の心臓部といわれているニューヨーク証券取引所に上場を果たし、資金調達するプロセスを見てきた。これによって、中国企業は世界最大の資本市場への資金調達のパイプをつなぎ、同時にアメリカ投資家はニューヨーク上場の中国企業を媒介として、今後成長する巨大市場への投資チャンネルを確立した。これは重要な意義がある。そして、今後、中国はWTOに加盟し、より開放された中国市場は世界市場と融和していく。それにより、中国企業は対外貿易、海外投資および海外での資金調達を増やし、一方、外国企業も対中貿易、直接投資および証券投資を益々拡大することが予想される。

特に、中国企業は海外上場を通じて外国市場の諸制度を学習するチャンスが増え、諸外国の上場基準、会計制度、ディスクロージャーおよび法制度などを参考にし、それらを今後の企業制度改革とコーポレート・ガバナンスの改善⁴³⁾に役立てることができる。近年の「会社法」と「証券法」の施行、新しい会計制度とディスクロージャー制度の制定および「現代企業制度」(近代的な企業制度)の確立などの制度面の整備が進んでおり、また経営手法も西側先進国の方法を取り入れ、一部の企業は株価と業績を重視する経営方針へと転換し、経営者報酬の「年俸制」と「株式オプション制度」なども実験的に導入した。例えば、2000年4月上場した中国石油 (PRT) は、経営陣のインセンティブを引き出すため、300名の上級管理者に対して「株

式オプション制度」を導入し、今後企業経営者および上級管理者の報酬を企業の株価と連動させることで大きな反響を呼んだ⁴⁴⁾。このように、海外上場は企業の制度・組織改革および経営管理などの各方面において学習効果をあげ始めた。

今後、中国の市場化と世界経済のグローバル化が進展することによって、国際競争が益々激化し、米中両超大国の協力と提携関係は世界の安定にも繋がり、経済協力では巨大なマーケットと世界最大の資本市場の利用が双方にとって、メリットをもたらすだろう。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)、企業効率および海外での資金調達などに役立つかが重要な課題になるであろう。一方、中国企業の香港、ニューヨーク、ロンドンおよびシンガポールなどの海外上場は、現在中国の上場企業がゼロの東京市場になんらかの示唆を与えると思われる。

注

- 1) May Hung, "A Pioneer Experience", and "Laying The Groundwork For A Larger Regional Market", The Securities Journal, August, 1993. "Floating Supply of Beer & Crude Oil", The Securities Journal, September, 1993.
- 2) 『人民日報 (海外版)』2000年7月22日の報道によると、7月現在、48社の中国企業 (国内会社登録) は海外上場を果たし、138億ドルの資金を調達した。この数字は、10月18日にニューヨーク上場、翌月19日に香港およびロンドンに上場した中国石油化工股份有限公司 (Sinopec, 資金調達額: 37.3億米ドル) と10月30日に香港上場を果たした同仁堂科技 (資金調達額: 2.14億香港ドル) と合わせれば、中国企業の海外上場は50社、資金調達額は175.57億米ドルに達する計算になる (『人民日報 (海外版)』2000年10月21日、10月31日)。香港上場のH株について、拙稿「香港株式市場の中国企業株 (H株) について」『証券経済研究』第7号、1997年7月を参照されたい。
- 3) 大橋英夫『米中経済摩擦: 中国経済の国際展開』勁草書房、1998年を参照。
- 4) 『経済導報』(香港) 2576期、98年6月29日、46頁。『人

- 民日報（海外版）1998年6月24日。『中国統計年鑑』中国統計出版社、1999年版、598頁。『日本経済新聞』2000年5月24日。
- 5) 『人民日報（海外版）』1998年6月24日。『経済導報』（香港）2576期、98年6月29日、46頁。『経済導報』（香港）2577期、98年7月6日、40頁。
- 6) 『人民日報（海外版）』2000年12月13日。「中国巨龍」1998年7月7日。「中国証券報」1998年7月14日。
- 7) 「マルコ・ポーロ賞」は米ボランテ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）』1998年7月15日。
- 8) 「米中時代—中国マネーを果敢に『開放』」『日本経済新聞』1996年10月6日。『中国証券報』1999年10月25日。
- 9) ADRに関する部分は、The Bank of New York, An Overview of Depositary Receipts; <http://www.bankofny.com/adr/aovrview.htm>; Citibank, Listing in the U.S.: The Role of ADRs; 大和証券株式会社、株式会社大和総研編『従国有企業到境外上市公司—理論と実務』中国社会科学出版社、1994年、第7章; (財)日本証券経済研究所『図説 アメリカの証券市場』1998年版、第18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57年、577頁～595頁を参照。
- 10) The Bank of New York, "An Overview of Depositary Receipts". <http://www.bankofny.com/adr/aovrview.htm>. Citibank, "Listing in the U.S.: The Role of ADRs". また、中南米諸国の国営企業の民営化による米国市場への上場と最近の韓国企業の上場は、伊豆久「証券取引所の国際化戦略～NYSEとNASDAQの場合～」『証研レポート』(No.1586)、2000年9月号; 伊豆久「ニューヨーク証券取引所と外国株式」『証研レポート』(No.1587)、2000年10月号を参照。
- 11) レッドチップは香港で会社登記した中国系企業の上場を指す。その大部分は、中国企業が香港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。H株は中国国内で会社登記した企業の上場を指す。
- 12) 『人民日報（海外版）』2000年10月28日。
- 13) 『中国証券報』2000年10月20日。『人民日報（海外版）』2000年10月21日、10月31日の報道による計算。中国石油化工股份有限公司 (Sinopec) のADRs米国発行の数字はCitibankの担当者の聞き取り調査によるものである。
- 14) 劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧と展望」中国財政経済出版社、1998年、1～18頁。
- 15) 『中国証券報』1999年7月20日。
- 16) 『中国証券報』1999年7月26日。
- 17) International Financing Review, August 6, 1994, P32; 劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧と展望」中国財政経済出版社、1998年、259～267頁を参照。
- 18) International Financing Review, September 3, 1994, P38. 劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧と展望」中国財政経済出版社、1998年、71～72頁、277～287頁。
- 19) <http://cgi.nyse.com>.
- 20) 『人民日報（海外版）』2000年7月22日。
- 21) 上海石油化学股份有限公司の聞き取り調査による。
- 22) 拙稿「中国のB株市場」『証券経済研究』、第20号、1999年7月を参照されたい。
- 23) 中国企業の海外上場と企業制度改革に関する問題は、拙稿「香港株式市場の中国企業株 (H株) について」『証券経済研究』第7号、1997年7月; 「中国のB株市場」『証券経済研究』、第20号、1999年7月; 「中国国有企業の『現代企業制度改革』—福州第二化学工場の事例を中心に—」『証券経済研究』第5号、1997年1月を参照されたい。また、コーポレート・ガバナンスに関する問題は、拙稿「中国上場企業の株式所有構造とコーポレート・ガバナンスの実態」『証券経済研究』、第23号、2000年1月; 「企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス (1) ～ (4)」『証研レポート』、2000年9月、10月、11月、12月号を参照されたい。
- 24) 劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧と展望」中国財政経済出版社、1998年、166頁。
- 25) 『日本経済新聞』1996年10月25日。
- 26) 上海証券取引所『上市公司』1998年第4期、6頁。
- 27) The Asian Wall Street Journal, June 26-28, 2000, September 21, 2000. 『人民日報（海外版）』2000年5月26日。9月21日、10月12日。『中国証券報』2000年5月26日。『日本経済新聞』2000年5月25日。9月21日。
- 28) 『日本経済新聞』2000年5月24日。『人民日報（海外版）』1998年6月24日。『中国統計年鑑』中国統計出版社、1999年版、598頁。
- 29) 大橋英夫「米中経済摩擦：中国経済の国際展開」勁草書房、1998年。
- 30) 慶応義塾大学の国分良成教授の表現である。『日本経済新聞』2000年6月9日。
- 31) 1978年の「改革・開放」政策を「第1次の開放」と見れば、WTOの加盟は中国にとって「第2次の開放」に喩えられる（錢小安「加入WTO对中国銀行業和金融調控的影響及対策」『金融研究』、2000年第2期、8頁～15頁）。
- 32) 「日本経済新聞」2000年1月21日。
- 33) 「日本経済新聞」2000年1月25日。
- 34) 外国投資銀行の予測。葉春生「中国加入世貿的利弊与国企改革」『信報財經月刊』（香港）2000年5月、総278期。
- 35) 『新華文摘』、2000年1月号、182頁（原典：『經濟參考報』1999年11月17日）。
- 36) 國務院發展研究中心課題組「加入WTO的十大結果」『中国証券報』2000年5月26日。
- 37) 外国投資銀行の予測。葉春生「中国加入世貿的利弊与国企改革」『信報財經月刊』（香港）2000年5月、総278期。
- 38) 葉春生「中国加入世貿的利弊与国企改革」『信報財經月刊』（香港）2000年5月、総278期; 宋泓、柴瑜「多於承諾的實施—加入WTO对中国引進外資的影響」『國際貿易』2000年第3期; 『中国証券報』1999年11月17日; 『中国統計年鑑』中国統計出版社、1999年版、445頁; 『中国上市公司基本分析』中国科学技術出版社、2000年版、39頁～40頁を参照。

- 39) 外資系の銀行業務に関する部分は、宋泓、柴瑜「多於承諾の実施—加入WTO对中国引進外資の影響」『国際貿易』2000年第3期；王元龍「加入WTO後の中国銀行業發展戰略研究」『金融研究』，2000年第3期；『中国证券報』2000年3月4日；『Chinese Dragon』1999年11月2日を参照。
- 40) 外資系銀行業務に関する部分は、宋泓、柴瑜「多於承諾の実施—加入WTO对中国引進外資の影響」『国際貿易』2000年第3期；李善民など「加入WTO对我国金融業發展の影響」『金融与保險研究』，1999年12月，21頁～27頁；『人民日報（海外版）』2000年5月20日を参照。
- 41) 張曉慧「加入WTO後中国銀行業面臨挑戰的研究視角的思考」『金融研究』2000年第2期。
- 42) 宋泓、柴瑜「多於承諾の実施—加入WTO对中国引進外資の影響」『国際貿易』2000年第3期。王元龍「加入WTO後の中国銀行業發展戰略研究」『金融研究』2000年第3期。
- 43) 中国企業のコーポレート・ガバナンスについては、拙稿「企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス」『証研レポート』2000年9月，10月，11月，12月号を参考されたい。
- 44) 『人民日報（海外版）』2000年6月24日を参照。
- 財政経済出版社，1998年。
- (2) 大和証券株式会社，株式会社大和総研編『従国有企業到境外上市公司—理論と実務』中国社会科学出版社，1994年。
- (3) 大橋英夫『米中経済摩擦：中国経済の国際展開』勁草書房，1998年。
- (4) (財)日本証券経済研究所『図説アメリカの証券市場』，1998年版。
- (5) 賈宝波「中国経済へのWTO加盟による貿易自由化の影響・上・下」『貿易と関税』，2000年2月，3月号。
- (6) (財)日本証券経済研究所監訳『アメリカ証券法令集Ⅰ～Ⅷ』。
- (7) The Bank of New York, An Overview of Depositary Receipts.
- (8) Citibank, Listing in the U.S.: The Role of ADRs.

(当所大阪研究所 主任研究員)

参考文献

- (1) 劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧与展望」中国