



中国現地法人による香港・中国本土上場

要約

- 中国ビジネス環境が急速に変化する中、経営、人材、財務、ガバナンス、地政学リスク等課題への対応策のひとつとして中国現地法人の香港、或いは中国本土上場が注目されている。
- 世界の IPO 活動は 2023 年に入っても低迷が続いている中、香港・中国本土証券取引所は継続的に世界の IPO 市場を牽引する存在となっている。
- 日系中国現地法人による代表的な上場パターンとして、A.株式会社化の中国現地法人を上場主体として中国 A 株、または香港 H 株上場するケース、B.日本本社と中国現地法人との間のオフショア中間持株会社を上場主体として香港レッドチップ株上場ケースが挙げられる。

1. はじめに

かつて「世界の工場」と呼ばれた時代から「世界の市場」へと変貌を遂げた中国。この巨大な市場では外資企業、中国企業入り乱れた激しい競争が繰り広げられている。電気自動車（EV）を例に取るように、政府の支援にも後押しされ中国発の先端テクノロジーが次々と生まれており、世界のトレンドを注視する上でも重要な市場と言える。一方で、近年ではイデオロギーの違いによる米中対立が顕在化しており、中国市場のブロック化傾向が見られ、地政学リスクへの対応も求められている。

このように中国ビジネス環境が急速に「ブロック化する巨大な市場」へと変化する中、経営、人材、財務、ガバナンス等、様々な課題への対応策のひとつとして中国現地法人の香港、或いは中国本土上場が注目されている。日系企業においても、香港上場を目指す中国現地法人の増加、更にはこれまで見ることが無かった日系中国現地法人の中国本土上場事例も出てきている。これらのトレンドを踏まえ、中国現地法人の香港・中国本土上場がもたらす効果、各市場の最新動向を解説する。

2. 中国現地法人が直面する典型的課題、その対応策としての上場



(1) 経営上の課題への対応

競争が激しい中国市場で持続的に成長するためには、中国市場の特性を熟知した経営者による、迅速な経営判断が求められる。さらに市場のニーズに合わせた製品・サービスの開発が不可欠である。しかし、本国より3~5年程度のローテーションペースで派遣された駐在員を中心とした本国本社主導による経営では、中国独自の対応が不十分となる場合があり、中国国内における持続的成長が難しくなっている。

香港・中国本土証券市場の上場規則上、本国本社からの経営上の独立性が一定程度求められる。その結果、香港・中国本土上場を見据え、中国現地法人の経営を本国本社から独立させ、中国市場の特性を熟知した現地経営者による迅速な経営判断を行う体制への転換が図られる。

(2) 人材の課題への対応

中国での持続的な成長のためには優秀な現地人材の確保が極めて重要であるが、従来の日本型人事・給与制度では、報酬額、またステータスという意味でも競争力の相対的低下が見られ、中国の優秀な人材を継続的に確保し維持することが困難な状況となっている。

優秀な現地人材に対し上場株式を利用したストックオプションを付与すること、さらに上場企業の役員というポストを提供することで、報酬額、ステータスともに現地他企業と比較した優位性を確保することができる。

(3) 財務上の課題への対応

従来の典型的な外資系企業中国現地法人の資金調達手段として、本国本社からの親子ローン、または銀行ローンの2つが挙げられる。しかしながら例えば親子ローンのケースでは中国の総量規制（投注差）や外貨建て借入に伴う中国現地法人の為替リスクの問題など思うように資金調達ができないケースが見られる。中国での事業拡大・戦略的投資のためには、よりフレキシブルで有利な条件による資金調達を行うことが求められている。






上場に際して、株式を発行し世界有数の証券市場である香港・中国本土市場から直接、資金調達することが可能となる。

(4) ガバナンス・米中新時代への課題・地政学リスクへの対応

本国本社からは中国現地法人の実態が見えづらくブラックボックス化するなど、本国本社からのコントロールがますます難しくなっている。また、中国現地法人の持分を本国本社が直接保有している場合、中国事業からのEXIT手段については、主に中国現地法人の持分を売却するか、中国現地法人を清算するかを選択肢に限定されてしまう。そのため、そのどちらも中国内の規制当局からの認可・承認手続きに時間とコストを要することになり、リスクが顕在した際に迅速にEXITすることが大変難しい状況にある。

上場企業となることで、上場規則上、監査委員会や独立取締役の設置が求められる。さらに上場企業として財務諸表の継続開示と監査が求められ、本国本社に依存しないコーポレートガバナンスの自立化が図られる。

また、上場規則により、上場時に原則的に最低25%のオフリングが要求されるため、上場すること自体が中国事業の一部EXITとなり得る。また、リスクが顕在した際に、中国現地法人自体の売却・清算以外にも有効なEXIT手段を確保することができる。いわば中国事業が本国本社から独立する形になるため、地政学リスクへの対応としても有効な手段となりえる。

| 中国現地法人の課題 | 上場による効果 |
|---|--|
| 経営の現地化  | <ul style="list-style-type: none">• 本国からの短期派遣者を中心とした本国主導経営からの脱却• 経営の自立に伴う中国現地ニーズに即した開発と意思決定の迅速化 |
| 人材の現地化  | <ul style="list-style-type: none">• 主要経営陣、キーパーソンに対するストックオプションの付与• 上場企業の役員として優秀な現地人材へのキャリアパスの提供 |
| 財務の現地化  | <ul style="list-style-type: none">• 中国企業の資金ニーズに対し、証券市場を利用した資金調達手段の確保• 知名度・信用度の向上に伴う調達コストの削減 |
| コーポレートガバナンスの現地化  | <ul style="list-style-type: none">• 連結財務諸表の継続開示と監査、外部株主による監視と株主への説明責任• 上場規則に基づく独立取締役の任命、監査委員会の設置 |
| 米中二極化時代への対応 (EXITへの備え)  | <ul style="list-style-type: none">• 上場による持分の一部EXIT（浮動株比率25%以上）と株式の流動化• 市場での機関投資家への株式売却による迅速なEXIT手段の確保（香港上場） |

このように、中国現地法人が抱えるさまざまな課題に対して、証券市場への上場が有効に機能することが認められるようになり、近年、日系企業の間でも中国現地法人による香港・中国本土上場を積極的に検討・活用する動きが見られる。

3. 香港・中国本土株式市場の概要・特徴

世界のIPO活動は2022年末にかけて大幅に減速し、2023年に入っても低迷が続いている。この傾向は、インフレ圧力や金利上昇、地政学的な不透明感などの要因によるものであり、2023年初頭に発生した金融市場の不安定化によりさらに悪化した。このような中でも、香港・中国本土証券

取引所は継続的に世界の IPO 市場を牽引する存在となっており、コンスタントに世界トップ 5 にランキングされている。各証券取引所の状況は下表のとおり、香港、上海、深圳、北京に証券取引所が設置されている。

| 地域 | 証券取引所 | 市場の種類 | 英語名称 | 特徴 |
|---------------|-----------------|----------------------|----------------------------------|--|
| 香港 | 香港証券取引所 (HKEX) | メインボード | Main Board | 中国・香港の金融・不動産・IT・コンシューマー系を中心とした大手企業が数多く上場している。さらに欧米企業や、日本企業も複数上場している。特に近年、日本企業の中国子会社による香港上場が増加している。 |
| | | ジエム | GEM | 新興企業向けに開設された市場だが上場件数は低迷している。 |
| 中国本土 | 上海証券取引所 (SSE) | メインボード ^{*1} | Main Board | 中国を代表する銀行、建設、電力、鉄鋼、航空、石油等の大手国有企業のほか、中国大手民営企業も数多く上場している。 |
| | | 科創板 | STAR Market | 2019年に取引開始したハイテク新興企業向けの市場。中国版NASDAQとも呼ばれ急成長している。中国半導体受託生産最大手メーカーが上場したことで注目を集めた。 |
| | 深セン証券取引所 (SZSE) | メインボード ^{*1} | Main Board | 2021年に中小企業板 (SME) と統合した。主に華南地域の大手企業が上場している。 |
| | | 創業板 | ChiNext | 2020年より上海科創板と同様の制度改革を実施し急成長している。現在では上海科創板とともに中国A株上場の中心的市場になっている。 |
| 北京証券取引所 (BSE) | 新三板「精選層」 | BSE | 革新型中小企業の育成・発展と新三板改革を目的に2021年に新設。 | |

香港：中華人民共和国香港特別行政区 (SAR)

*1：上海・深センメインボードにはA株、B株の2種類の株式がある

(1) 香港証券取引所

① 市場の概要

メインボードと、新興企業向け市場の GEM (Growth Enterprise Market、通称「ジエム」) がある。メインボードには、香港系や中国系の金融・IT・コンシューマー系の大手企業など、大型優良銘柄が上場する市場である。コンシューマーセクターの欧米大手企業や、日系企業も複数上場している。一方、GEM は新興企業向けの市場ではあるものの、メインボードの上場要件緩和や、両市場の連動制が薄れたこともあり、近年の上場件数は低迷している。

② 近年のトレンド

2018年より Chapter 18 A にてバイオテック企業の収益化前上場要件が適用され、収益化前のバイオテック企業の上場が相次いだ。直近では 2023年3月末に Chapter 18 C が導入され、次世代情報技術、先端ハードウェア・ソフトウェア、先端材料、新エネルギー・環境保護、新食品・農業技術の5つのスペシャリスト・テクノロジー産業の上場申請優遇措置が導入された。この結果、収益化前の該当企業も一定の要件をクリアすることで上場する余地が出てきた。

(2) 中国本土証券取引所

① 上海証券取引所

メインボードと 2019年に開設された科創板がある。メインボードには中国を代表する金融・重工業・インフラ系の大手国有企業が数多く上場している。一方、科創板は上場対象会社を IT、AI、ビッグデータ、先端技術やバイオテックなどのハイテク企業に限定していることが特徴である。近年では半導体受託生産中国最大手企業が上場したほか、日系半導体製造装置に関する加工受託大手の中国子会社が 2022年に上場を果たしている。なお、ネガティブリストにおいて、不動産、金融事業、投資事業会社の上場が禁止されるほか、フィンテック、モデル・イノベーションに関する企業の上場が制限されている。

② 深圳証券取引所

メインボード、創業板の2つの市場を有する。メインボードには、主に中国華南地域に本社を構える中国家電大手企業や車載電池大手企業などが上場している。一方、創業板は、「三創四新 (3つの創造と4つの新)」を掲げ、革新的で起業家精神に溢れた成長企業を対象とし、伝統産業と新技術・新産業・新業態・新様式との深い融合を支援している。日系半導体ウエハや設備向け部品製造会社の中国子会社が 2022年に上場を果たしている。なお、ネガティブリストにおいて、生産能力過剰産業、産業構造調整指導目録で除外された産業、教育産業、金融業などが禁止されている他、不支援とされる産業として農林水産業、鉱業、紡績業、建設業、不動産業等が挙げられている。

③ 北京証券取引所

中国全土の株式制度への転換実証の主導的役割を果たし、専・精・特・新 (専門性・洗練性・特色性・新鋭性) を持つ革新的な中小企業、先進的な製造業と現代的なサービス業分野の企業を重点的に支援することや、伝統的な産業の転換とアップグレードを促進することを目的とし、2021年11月に開設された。開設以来市場規模・取引件数は右肩上がりとなり、特に 2023年上半期には飛躍的な成長を遂げ、前年同期比で取引件数、資金調達総額共に2倍以上に増加した。当該取引所は、中国本土における健全で多層的な資本市場の全体的な発展にとって重要な位置づけとされている。なお、ネガティブリストには、金融・不動産事業、生産能力過剰産業、「産業構造調整指導目録」に規定された段階的廃止業種、教育産業などが挙げられている。

④ 近年のトレンド

i) 審査制から登録制へ

以前の中国本土証券取引所上場は、原則的に上場審査と承認を中国証券監督管理委員会（China Securities Regulatory Commission 以下、「CSRC」）が行っていた。規制当局による審査は、審査過程・内容が不透明であり、上場申請後の承認までに時間を要していた。数百社に及ぶ上場申請会社が列をなして上場承認を1年以上も待たなければならぬことも常態化していた。このような問題を解決するため、2018～20年にかけて上海科创板・深圳創業板上場審査は証券取引所が主体となって行う規制緩和が為された。つまり、証券取引所が上場申請した後、原則、CSRCには届出のみを行う「登録制」が試験的に導入されたのである。この結果、上場審査期間は約6か月に大幅短縮された。このような上場審査や公募価格等の規制改革にも後押しされ、上海科创板・深圳創業板のIPO件数はその後急増した。また、2021年に新設された北京証券取引所においても、同様の登録制を試験的に導入された。そして2023年2月17日、CSRCは株式発行登録制度の全面的実施に向けた登録制度関連規則を公布、同日より施行されるに至った。

ii) 業種・業界における優劣

近年、米中対立が顕在するなか、中国当局としても中国内のハイテク関連企業の育成に注力する傾向が見られる。したがって中国本土内の証券取引所への上場についても、中国金融規制当局によるCSRCおよび各証券取引所への指導により、ハイテク関連企業が優先されており、コンシューマーセクター企業における中国本土上場の実現は当面の間、厳しい状況が続くと見られている。

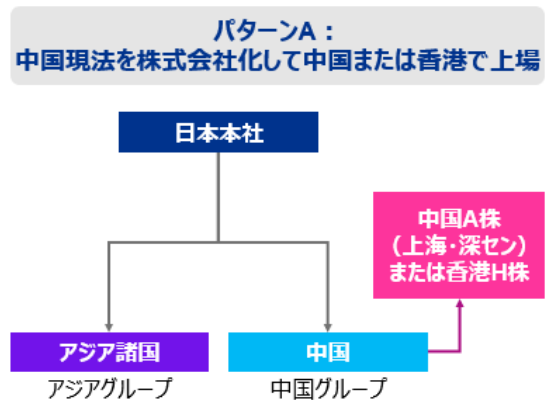
4. 日系中国現地法人による香港・中国上場のパターン

日系中国現地法人による代表的な上場パターンとして、A.中国現地法人を株式会社化して、「中国現地法人を上場主体」として中国本土市場へ上場（以下、「中国A株上場」）、または香港市場へ上場（以下、「香港H株上場」）するケース、B.日本本社と中国現地法人との間にオフショア中間持株会社（ケイマン諸島や香港など）を挟み込む資本再編を行い、「オフショア法人を上場主体」として香港上場（以下、「レッドチップ株上場」）ケースが挙げられる。

典型的な香港レッドチップ株上場のケースではパターンBにおいてケイマン法人の株式を用いることが多いが、日系企業による上場のケースでは、ケイマン法人を使用せず、香港事業会社または新設された香港持ち株会社の株式を上場させるパターンも好まれている。

(1) パターンA：中国現法を株式会社化して中国または香港で上場

中国A株上場または香港H株上場をするにあたり、中国現地法人を株式会社化するほかに、上場前のグループ資本再編が必ずしも必要ない。そのため、資本再編から生じる中国キャピタルゲイン課税などのリスクを回避することができる。一方、中国A株または香港H株上場後の市場での株式売却時、キャピタルゲインに対して中国で課税される可能性がある点、また、中国A株上場のケースでは株式売却資金を日本に還流する際に中国の資本規制により一定の手続が必要となり、海外送金に相応の時間と労力を要する点に留意が必要となる。さらに中国本土市場は中国規制当局のコントロールが強く、市況に応じて市場での売却に際し規制がかかるケースもあり、タイムリーな売却が出来ない可能性がある。

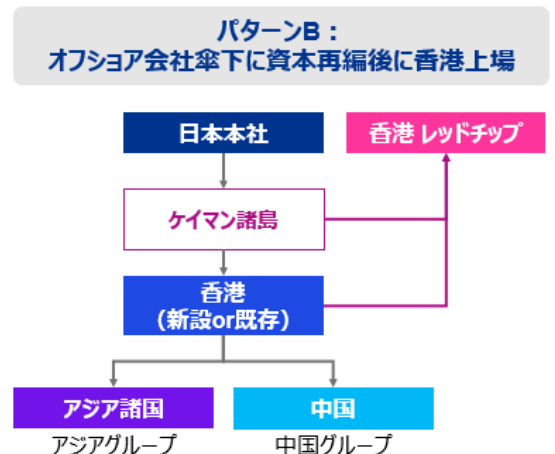


(2) パターンB：オフショア法人を上場主体として香港上場

ケイマン諸島や香港などのオフショア法人を通じて中国現地法人を保有する場合、或いはこれまで日本から直接中国現地法人に対して投資している場合には、既存・或いは新規に設立したオフショア法人に対して中国現地法人の持分を移管する資本再編を実施、その後、オフショア法人の株式を香港へ上場させるものである。

上場主体が中国本土からオフショア化されるため、中国当局の直接的な影響を回避することができる。また、香港レッドチップ株上場では、上場後の市場での株式売却について香港でキャピタルゲイン課税がかからない。香港は資本規制が中国本土より緩やかなため、香港市場での株式売却資金の海外送金も自由に行うことができる。さらに香港レッドチップ株上場のケースでは、上場主体が中国当局の直接的な管理下である中国本土にないため、上場株式によるM&A（株式交換）やストックオプションについても、香港H株上場および中国A株上場と比較して自由度が高いと言える。

一方、上場前に上場主体となるオフショア法人の傘下に中国現地法人を資本再編する場合、当該資本再編時に中国でのキャピタルゲイン課税が課せられるリスクがある。ただし、資本再編時に中国特殊税務処理の一定の要件を満たすことで課税の繰り延べが可能となる。



加えて 2023 年 3 月以降、当該上場が、中国国内企業の「間接」的なオフショア・オフリングと上場の要件を満たす場合には中国本土における規制対象となり、CSRC に対する書類提出等が必要となる。「間接」の要件は、形式より実質を重視されるため留意が必要である。

5. 終わりに

上述のとおり、香港・中国本土証券市場ともに近年様々な制度改正がなされている。これにより従来よりも上場プロセスの透明性が確保され、外資系企業にとっても多様な上場機会が得られるようになったと言える。「ブロック化する巨大な市場」に向き合い、日系企業の中国事業のあり方や今後の方向性再点検を進めることが急務となる中、中国現地法人による香港・中国本土上場はより現実的な選択肢の一つになってきたと考えられる。

(みずほチャイナマンスリー 2023 年 8 月号に掲載)

Contact us お問い合わせ先

KPMG 中国 パートナー 岸皓彦

2006 年 KPMG FAS 東京オフィスに入所。企業価値算定、M&A アドバイザーなど中国を中心とするクロスボーダー M & A 業務に従事。2009 年 1 月、在中国日系企業向けファイナンシャル・アドバイザー・サービス担当者として KPMG 北京事務所に入所。KPMGFAS 入社前に、株式会社日立製作所にて、中国、アジア地域における海外事業開発、ビジネスアライアンス、合併会社設立などの業務に従事。

ディールアドバイザー、プロジェクトマネジメント、交渉サポート、企業価値算定を専門分野としつつ、中国における GJP アドバイザー統括責任者として、日系企業の中国事業、或いは中国企業の日本事業に関するサービスを多角的に提供している。

Tel: +86-10-8508-5830

E-mail: akihiko.kishi@kpmg.com

KPMG 中国 パートナー 高橋 星行

2005 年 有限責任あずさ監査法人に入所。物流業、小売業、旅行業、製造業などの監査に従事。2012 年 原子力損害賠償廃炉等支援機構を通じて、電力業における調達のアドバイザー業務に従事。同年より、エネルギー・インフラストラクチャー事業室に所属し、エネルギー・インフラ事業のアドバイザー業務に従事。

2017 年より KPMG 中国 香港事務所に駐在、2021 年より KPMG 中国 上海事務所に駐在し、日系企業に対する監査・税務・アドバイザー業務を、現地プロフェッショナルと共に幅広く提供。

また、KPMG ジャパンのグローバルキャピタルマーケット中国・香港チームとして、日系企業に対する中国・香港上場関連サービス業務も手掛けている。

Tel: +86-21-2212-2640

E-mail: hoshiyuki.takahashi@kpmg.com