

# 中国企業海外上場の政治経済的分析

小原 隆子\*, 小原 篤次\*\*

Political economic analysis on Chinese Overseas Equity Listing

Takako OHARA\* and Atsuji OHARA\*\*

\*神田外語大学 \*\*長崎県立大学

## 抄録/概要/要旨

2018年以降、米中対立が顕在化し、通商政策では経済安全保障が重視された。1971年以降の米中関係の改善のなかで2001年の中国の世界貿易機関（WTO）加盟に際して米国では金融サービス分野の開放が注目された。中国にとっては国有企業改革で、香港のほか、米国株式市場にも大型上場が相次いだ。しかし米中対立の影響は株式市場にも及び、大半の国有企業は米国市場から退場していった。

本論では中国企業海外上場について政治経済的視点から分析を試みた。

キーワード： 米中対立, IPO, グローバルサウス

## 1. はじめに

米国と中国。我々は超大国 G2 をめぐる歴史の始まりに立たされている。2022年の Fortune Global 500 によると、中国企業が 145 社、米国企業が 124 社、日本企業は 47 社含まれている。米中対立が懸念され始めた 5 年前の 2017 年は、米国企業 133 社、中国企業 109 社、日本企業は 51 社であった。さらに 40 年前の 1993 年までさかのぼると、米国 136 社、中国企業 2 社<sup>1)</sup>、日本企業は 140 社だった。

米国政府による中国製の通信規格 5G 取引への介入、そして主席の任期撤廃が同時期に起きた。この二つはワシントンにとっては覇権争いのスターターとして十分だった。対米外国投資委員会（CFIUS）や米国議会はオバマ政権下の 2011 年、2012 年に懸念されていた中国通信大手企業の華為技術（HUAWEI、非上場企業）や ZTE 問題が、米中間の摩擦や対立という覇権争いは 2017 年後半から 2018 年初めにかけて顕在化していく。米中覇権争いは少なくとも半世紀は続く、長い競争の始まりに過ぎない。

つまり、米国と中国の政治経済関係について、資本取引や金融自由化を中心に報告するのが、私に与えられた使命、目的だと理解している。

「米中覇権争いの現状と展望」について、過去半世紀を振り返ると、偶然なのか、必然なのか。米国と中国の政治経済戦略の転換点は符合している。

1970 年代以降の変遷も念頭に置きながら、2018 年の米中経済摩擦、さらに米中が経済逆転した時代を展望したいと考える。1971 年 8 月 15 日、ニクソン大統領会見で、ブレントンウッズ体制の終焉は、変動相場制を通じて、資本取引、金融自由化へのつながる政策となる。これで今日的な「国際金融論」が成立する。その 1 か月前の 7 月 15 日のニクソン大統領会見で、キッシンジャー國務長官の中国訪問が明らかになる。米国はアルバニア案に賛同していたわけではなく、同じ年の 10 月には、アルバニア案が採択され、中国は国連代表権を得る。1978 年の改革開放、さらに 1980 年には IMF・世界銀行加盟、1986 年には GATT 締結申請、国内

では 1989 年の天安門事件、海外ではベルリンの壁崩壊と政治の激動を超えながら、そして 1990 年以降、上海、深圳で証券取引所が開設される。中国は 1992 年、鄧小平南巡講話で中国の市場化が加速する。他方、GATT は WTO に代わり、金融サービス、知的財産権が重視される。中国は 1999 年、走出去（Go global）、そして 2001 年の WTO 加盟<sup>2)</sup>につながる。

そして米国の銀行・投資銀行発の世界金融危機を経て、2010 年、中国の GDP が米国に次ぐ存在になる。中国のパワーは規模だけではない。技術力に裏付けされるようになった。政治的には中国は習近平が、米国ではトランプがそれぞれ政権に就く。

米国発の世界金融危機という外的要因をきっかけに、中国の市場化への熱量、米国型経済システムを追うという姿勢は急速に冷めていった。代わりに、中国は優先分野を定めて米国に挑戦している。2016 年人民元は IMF の SDR の通貨バスケットに採用される。人民元の国際化にお墨付きを得る。ただし、人民元の国際化の現状は香港との取引を人民元にしたところにある。

本稿は、第 1 節では、1971 年のニクソンショック以降の資本取引の自由化をはじめ歴史的視点で米中関係の背景を傍観する。第 2 節では、オフショアの IPO について報告する。中国企業の国際化にとって経済的には海外である「香港」の重要性を示す。最後に、国際金融のトリレンマを使い、展望とする。

## 2. 資本取引の自由化

Dan Wang は Z 世代の一人である。雲南省出身でカナダ国籍を取得して、中国について積極的な発言を続けている。Twitter のフォロワーは 3.1 万人にのぼる。欧州系金融機関出身者が香港に作った調査会社 Gavekal Research の ICT アナリストである。Bloomberg、Foreign Affairs、The Atlantic、New York Magazine にも寄稿している。

中国の変化の速さをアップルの iPhone で紹介している

(Wang,2023: 65-77)。アップル創業者の Steve Jobs がお決まりの黒のターゲットで iPhone を紹介したのは 2007 年である。台湾企業の鴻海科技集団の Foxconn が生産を請け負い、広東省深圳市で組み立てを始めた。多くの部品は輸入され、組み立ての付加価値は 4%に満たない。対して、iPhoneX がリリースされた 2018 年には、中国企業が提供する部品の付加価値は 25%に及ぶとしている。Apple が公表する 2020 年と 2021 年の supplier list<sup>3</sup>では、中国の割合が 36.0%と 29.8%となっている。中国の主要な上場企業としては BYD<sup>4</sup>も含まれている。

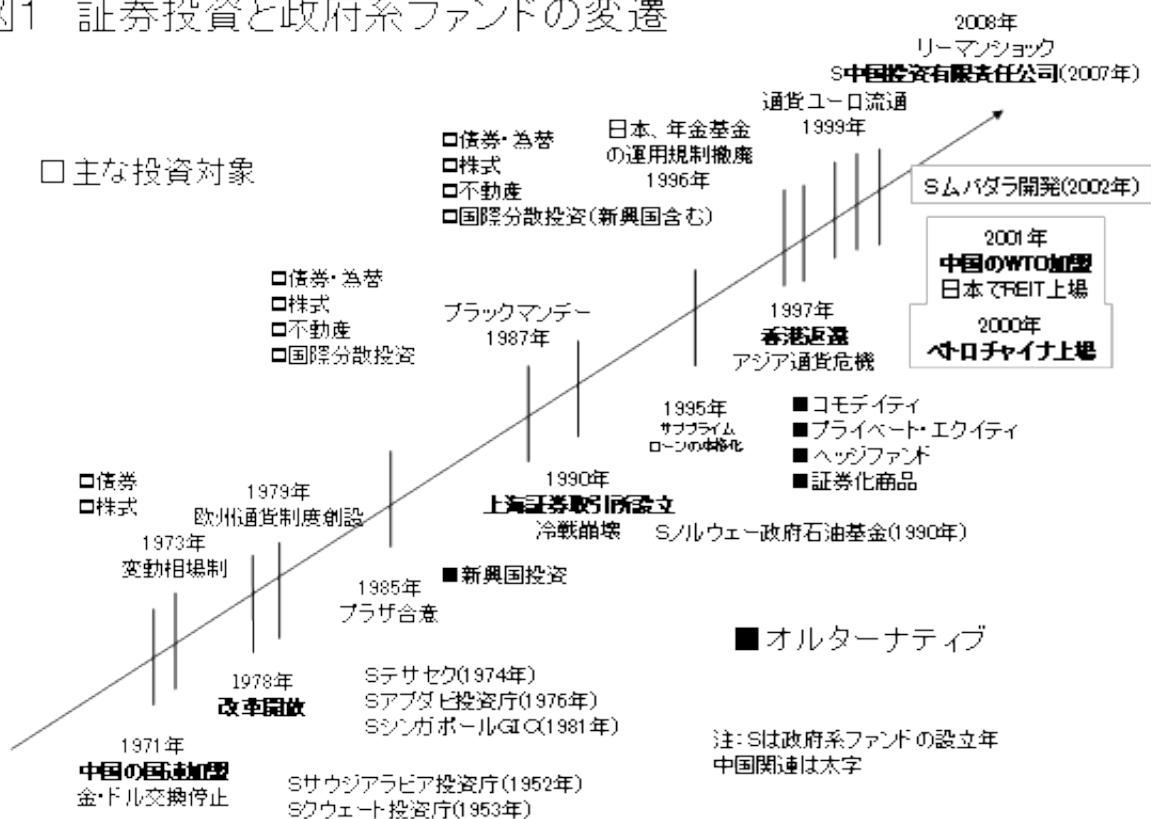
さて、中国企業のオフショアの IPO は香港以外では米国が中心だった。今後、50 年は米国と中国の覇権争いが続くと考えるとき、現在に至る資本移動の自由化は、米国の株式市場の成長、先物取引やオプション取引の導入、投資銀行の国際化につながっていく。先物取引やオプション取引は石油など商品取引から、通貨、金利、株式と広がってきた。プラザ合意で G5 でドル安の協調介入が行われ、先進国間の取引拡大は 1987 年のブラックマンデーの背景となる。

### 3. 香港を活用したオフショア IPO

中国本土企業の上場は、国有企業の場合、上海証券取引所を選ばれてきた。さらに資源・エネルギー、電力、商業銀行など大型企業の場合、香港、さらに米国に重複して上場させてきた。香港に上場する中国国有企業は H 株とレッドチップ株がある。レッドチップは本社所在地が香港やケイマン諸島など中国本土以外にあるものを指す。このほか民間企業が香港に上場する。証券取引所の審査の前に、中国証券監督管理委員会 (CSRC) の審査を受ける。国有企業の場合、国有資産管理委員会の許可が必要である。外貨準備高を管理する国家為替管理局は個別企業の審査ではなく為替管理の視点で海外 IPO 全体に介入することがある (図 2)。

Pan and Brooker. 2014 は 2011 年まで 1000 社以上の中国企業の海外上場について独自にデータベースを構築して分析した。中国企業の海外上場には 2 つの要因があるとした。第一に、中国政府は、国有企業の上場を指示し、中国企業の国内および海外の両方の IPO をコントロールすることによ

図1 証券投資と政府系ファンドの変遷



出所:小原篤次(2009)『政府系ファンド』日本経済新聞出版社、49ページの図1-3より作成

1989 年には、6 月、天安門事件、11 月、ベルリンの壁崩壊冷戦崩壊と民主化の動きが顕在化した。鄧小平は上海市党委書記の江沢民を党書記に据え、朱鎔基が後任の上海市党委書記となり、李鵬首相は 1990 年 4 月、上海市の浦東地区の開発・開放を宣言し、証券取引所の創設も計画に盛り込まれた。朱鎔基の陣頭指揮で証券取引所は 1990 年 12 月に設立される。

1997 年 7 月、香港が中国に返還された翌日、タイ中央銀行は為替投機に敗れて、外貨準備高が底をつき、タイバートの切り下げを発表、アジア通貨危機となった (図 1)。

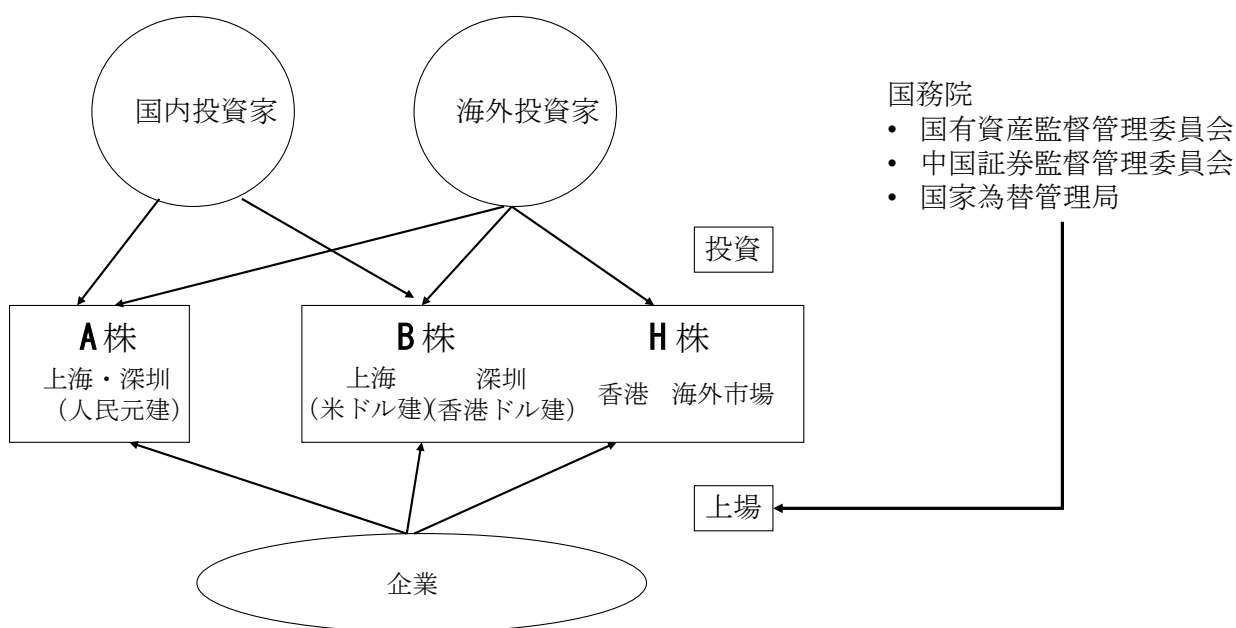
り、中国企業の海外リスティングで重要な役割を果たしてきた。特に、CSRC は、中国内外の IPO 活動の監督者として極めて重要な役割を果たしたと指摘した。第二に、民営企業の海外上場については、香港やシンガポールなど近隣性をあげている。

補足すると、民営企業は中国国内 IPO では審査を待つ必要があるため、海外 IPO を選ぶことがあった。より高い株価で IPO を実現するためには、タイムリーな上場が欠かせない。

米中摩擦後は、米国側が通信会社への規制、会計監査を厳格化し、ペトロチャイナ (PetroChina)、中国人寿保険 (China Life Insurance)、中国移動 (China Mobile) などが米国での上場を廃止している。こうした動きはさらに広がると予想される。

ただし、表 1 の市場別 IPO 上位 10 市場ランキング (2018 ~2020 年) が示すように、香港、上海、深圳市場では世界的に見ても活発に IPO が行われていることを端的に示している。さらに、2022 年の上位 10 市場で、先進国はドイツと NASDAQ だけである。表 1 の 2018~2020 年には登場しなかった楡状名を紹介しておく。3 位には韓国、6 位にはドバイ、10 位にはアブダビが含まれている。G20 やグローバルサウスと呼ばれる新興国の成長が株式の IPO 市場で確認できる。

図2 中国の株式市場



出所：小原篤次 (2003) 「中国株式市場の海外投資家自由化」 『東アジア研究』 (38) 63 ページの図2より作成

表2 世界のIPO市場上位10市場

単位：百万ドル

2018年

順位	取引所	IPO資金調達額
1	Hong Kong Exchange	36,563
2	NYSE	28,574
3	Japan Exchange Group	25,567
4	NASDAQ	24,501
5	Deutsche Boerse Group	13,916
6	Shanghai Stock Exchange	13,472
7	London Stock Exchange	10,564
8	Mexican Stock Exchange	9,238
9	Shenzhen Stock Exchange	7,787
10	BSE and NSE - India	5,069

2019年

順位	取引所	IPO資金調達額
1	Hong Kong	40,055
2	Shanghai	26,908
3	NASDAQ	26,763
4	Saudi Arabia	26,679
5	New York	23,271
6	Shenzhen	9,160
7	London	7,998
8	Thailand	3,428
9	Germany	3,385
10	Paris - Euronext	3,270

また、中国企業の海外上場が香港中心に行われることになり、香港証券取引所の上場企業の過半数を占めるまでになっている。

中国国有企業のH株に限ると、世界金融危機までに、資源・エネルギー、電力、保険会社、中国農業銀行を除く中国四大商業銀行のIPOが完了していた(図3)。株式市場は改革開放後の国有企業改革を促進する道具と考えれば、大きな役割は2010年で節目を迎えていた。IPOの後、国有企業が株式市場で増資をすることは珍しく、米国の上場廃止も資金調達では影響しない。厳しいガバナンスの監視役としての役割を失うにとどまるだろう。

2020年

順位	取引所	IPO資金調達額
1	NASDAQ	57,301
2	Hong Kong	51,279
3	Shanghai	49,419
4	New York	30,979
5	Shenzhen	18,287
6	London	10,850
7	Brazil	8,618
8	Thailand	4,579
9	Australia	3,543
10	India	3,491

出所：HKEX, Market Statistics HKEX, 2018-2020.

#### 4. おわりに

E・H・カーは、国際政治の動揺と暴力化を、現行の国際秩序で自国に配分されている権限や權益に不満を感じる「持たざる国」と、現状に満足し、それを維持しようとする「持てる国」との対立として考察した。両国の対立の奥底には、国際秩序がその形成時の国家間パワー分布にもとづいて構築された。カーの理論はOrganski and Kugler (1981)によって、パワー分布の平準化を不安定的と考えるパワー移行論(power transition theory)として発展した。パワー移行論を用いた米中の考察も増えている<sup>5</sup>。

Ghemawat, P. and T. Hout. 2016によると、中国の経済支配が不可避であるという確信には根拠がない。中国は力を増しているが、長い上り坂に直面している。米中の競争の結果は決して明確ではなく、西側の多国籍企業や政府が既存の優位性をどれだけうまく活用できるかに少なくとも同程度に依存しており、今後、21世紀の経済として定義される製品やサービスの種類に関して、中国がゲームを強化できるかどうかにもかかっている。

中国が提供するIPOや投資機会が、米国が提供するそれらを超えていくということは考えにくい。

この点では Ghemawat, P. and T. Hout. 2016 に賛同する。ただし、国際金融のトリレンマを考えてみよう。その前提となる中国型（独立した金融政策、安定的な為替制度、限定的な資本移動）か、米国型（独立した金融政策、変動相場制度、自由な資本移動）となれば、中国型を採用する途上国は少ないだろう。

資金調達で株式市場を重視する国は米国とイギリスを除

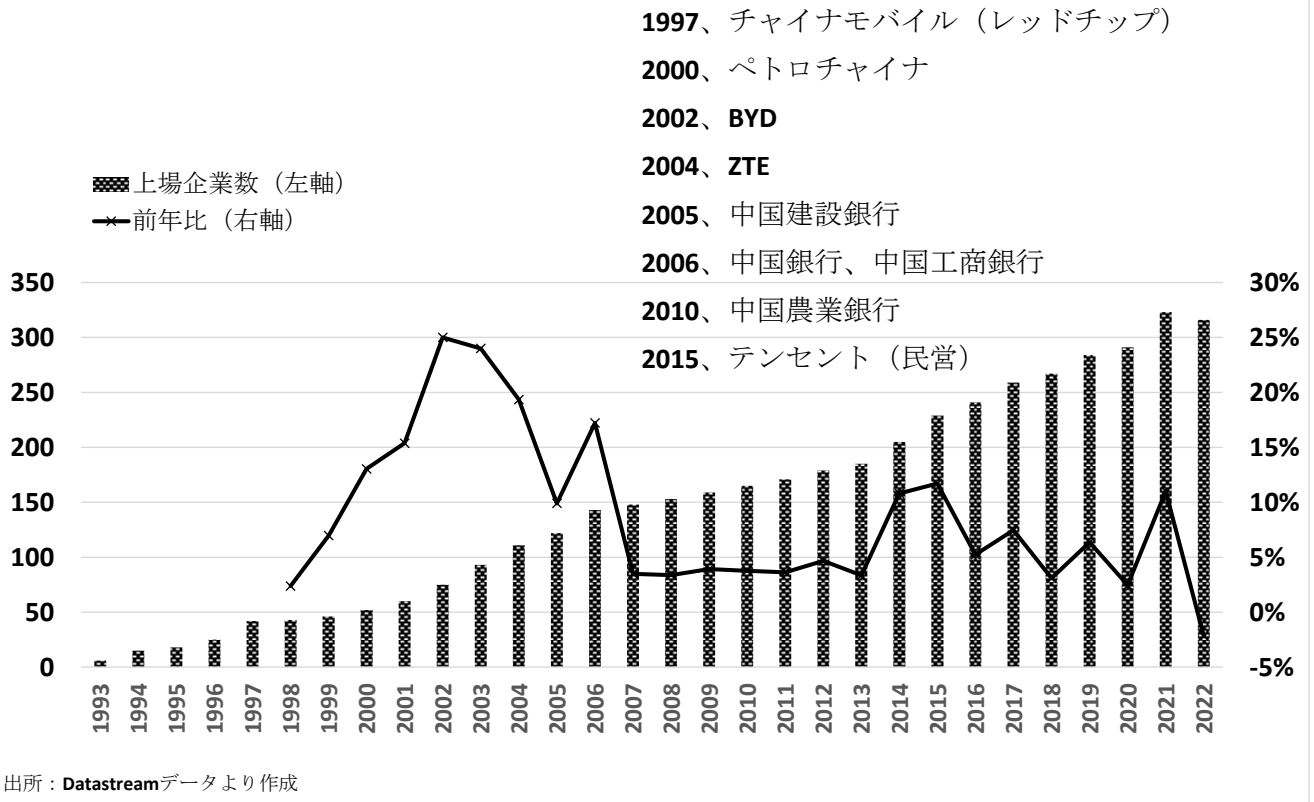
Rise in East Asia: Theoretical Expectations and Evidence." *Journal of Strategic Studies* 30 (4-5): 639-682.

Kim, W. and S. Gates. 2015. "Power Transition Theory and the Rise of China." *International Area Studies Review* 18 (3): 219-226.

Lemke, D. and R. L. Tammen. 2003. "Power Transition Theory and the Rise of China." *International Interactions* 29 (4): 269-271.

Lim, Y. -H. 2015. "How (Dis)Satisfied is China? A Power

図3 香港H株の上場企業数と前年比増加率



1997、チャイナモバイル（レッドチップ）

2000、ペトロチャイナ

2002、BYD

2004、ZTE

2005、中国建設銀行

2006、中国銀行、中国工商銀行

2010、中国農業銀行

2015、テンセント（民営）

いてさほど多くないことも考えると、中国型の金融制度が米国型の金融制度に十分、対峙しているとも言えるだろう。

## 文 献

（日本語）

大橋英夫 (1999) 「朱鎔基訪米と米中経済関係—WTO 加盟をめぐる」『日中経協ジャーナル』第 67 号、pp.9-16。

小原篤次 (2003) 「中国株式市場の海外投資家自由化」『東アジア研究』(38) pp.53-64。

小原篤次 (2009) 『政府系ファンド』日本経済新聞出版社。

滝田賢治(2019) 「米中貿易関係の軌跡と現状—米中関係史の中の貿易問題」『経済学論纂』第 60 号、pp.115-135。

迫田良二 (1999) 「WTO 加盟をめぐる米中経済交渉の行方」『東亜』第 381 号、pp.27-42。

鈴木基史 (2014) 「パワーシフトの動向と対応」『学術の動向』第 19 号、pp.14-19。

曾根康雄 (2000) 「米中 WTO 加盟合意の意義—中国の金融資本市場開放をめぐる」『東亜』第 392 号、pp.53-66。

三船恵美 (2001) 「中国の WTO 加盟と米中関係」『国際関係学部紀要』第 26 号、19-37 ページ。

（英語）

Ghemawat, P. and T. Hout. 2016. "Can China's Companies Conquer the World?" *Foreign Affairs* 95 (2): 86-98.

Goldstein, A. 2007. "Power Transitions, Institutions, and China's

Transition Theory Perspective." *Journal of Contemporary China* 24 (92): 280-297.

Pan, F. and D. Brooker. 2014. "Going Global? Examining the Geography of Chinese Firms' Overseas Listings on International Stock Exchanges." *Geoforum* 52: 1-11.

Pan, F., Z. He, T. Sigler, K. Martinus, and B. Derudder. 2018. "How Chinese Financial Centers Integrate into Global Financial Center Networks: An Empirical Study Based on Overseas Expansion of Chinese Financial Service Firms." *Chinese Geographical Science* 28 (2): 217-230.

Rapkin, D. and W. R. Thompson. 2003. "Power Transition, Challenge and the (Re)Emergence of China." *International Interactions* 29 (4): 315-342.

Yuan, J. 2016. "Averting US-China Conflict in the Asia-Pacific." *International Affairs* 92 (4): 977-986.

Wang, D. 2023. "China's Hidden Tech Revolution: How Beijing Threatens U.S. Dominance." *Foreign Affairs* 102(2): 65-77.

Zhou, J. 2019. "Power Transition and Paradigm Shift in Diplomacy: Why China and the US March Towards Strategic Competition?" *Chinese Journal of International Politics* 12 (1): 1-34.

(2023.11.10- 投稿, 2023.11.10- 受理)

## 注/用語解説

<sup>1</sup> 1999年のFortune Global 500によると、中国企業は6社。中国石油化工(Sinopec)が73位、中国工商銀行(Industrial and Commercial Bank of China)が160位、中国銀行(Bank of China)が171位、中国中化集団(Sinochem)が304位、中糧集団(Cofco)が362位、中国石油天然気集団(Chinese Petroleum Corp)が485位といずれも国有企業である(Economist Intelligence Unit, 2000年3月3日)。

<sup>2</sup> 日本語文献は、貿易のほか(滝田賢治、2019)、WTO加盟で論文の蓄積がある。WTO加盟については、大橋英夫(1999)、迫田良二(1999)、曾根康雄(2000)、三船恵美

(2001)などがある。

<sup>3</sup> Appleが公表するsupplier listは製造拠点別になっている。つまり日本企業、韓国企業の中国拠点はChina mainlandと表記される。

<sup>4</sup> BYDは2008年9月、Warren BuffettのWarren Buffett's Berkshire Hathawayのグループ企業が投資したことも知られている(The Wall Street Journal, 2008年9月30日)。

<sup>5</sup> Goldstein, A. 2007、Kim and Gates. 2015、Lemke, D. and R. L. Tammen. 2003、Lim, Y. -H. 2015、Rapkin, D. and W. R. Thompson. 2003、Zhou, J. 2019がある。