

## 中国概念股の理論・歴史・現状

成城大学

福光寛

中国概念股（中概股）とは中国の企業が海外で直接あるいは間接に発行している株式のことである。中概股は 2010 年から 2011 年にかけて、米中間で大きな経済事件となった。米国で大量の中概股が上場され、そしてまた大量に米国市場から追い出されたという事件である。時期的に東日本大震災が重なったために、この事件は日本ではその大きさにふさわしい社会的注目を集めないまま現在に至っている。この事件について私は主として米国の資料を分析して、reverse merger 反向收購という上場手法の問題として、2013 年春の証券経済学会で報告した。今回の 2014 年春の金融学会での報告では、主として中国の資料を分析して、中国で国内企業の海外での株式発行がどのように考えられているかについて、過去 20 年ほどの変遷を含めて考察結果を報告する。以下この報告要旨では、この考察で明らかになった中概股の位置付けと歴史、さらに変遷での注目すべき論点を述べる。

まず中国で株式制度を導入した時点で、外国資本の動員にこの導入が役立つということが考えられていた。また国有企業のガバナンスを改善し、経営の効率を改善することも早い段階から意識されていた。中国に証券取引所が復活したのは 1990 年であるが、わずか 2 年後の 1992 年に早くも NYSE で最初の国有企業上場が実現したことは示唆的である。この最初のスキームは租税回避地の離岸会社を上場会社に仕立てたもので、それはこのあと続く間接発行方式の先陣を切るものとなった。ただ、中国の規制当局はおそらく規制権限の観点から、間接発行ではなく国内企業が発行する直接発行が望ましいと考えていた。

1990 年代終わりになると、海外で登記した企業を使った規制逃れ行為に対して、まず 1997 年 6 月国務院が「紅籌指引」と呼ばれる通知で、取り締まろうとした。この通知は、読み方によっては国有企業限定。そこで民営企業が面倒な審査批准手続きを逃れて海外で設立会社を使って海外上場を図る動きが表面化した。この穴をふさごうと、証券監督監視委員会(証監会)と国務院は、1999 年には再三監督権限を明示する文書を出した。

しかし表面上、中国籍でないものが海外に設立した会社について、中国の証監会が監督権限を及ぼすのは無理がある。たまたま裕興事件と呼ばれる「造反」の動きが発生する。証監会はこれに対して「異議なし書簡」と呼ばれる規制を編み出す(2000 年 6 月)。しかし規制を強めると今度は海外に出て行った企業の行動についての責任批判。あるいは規制の厳格な適用がなされていないことへの疑問などが証監会を苦しめた。困った証監会は「異議なし書簡」の廃止を決め、いったん規制緩和が訪れる(2003 年 4 月)。

しかしことはこれで終わらなかった。2004 年 8 月に商務部の研究所で「離岸金融センター」が国有資産の海外流出や資本逃避のルートになっていることを伝える報告が出されたことを契機に、風向きは再び変化。2005-2006 年以降、外管局による「ニセ外資」取締りが強化され現在に至っている。なお中国企業の海外上場については、中小企業の不備が一因あるいはプライベートエイティファンドが仕掛け人という説も一定の根拠がある。