

日系中国現地法人による香港上場・中国本土上場 ～米中新時代における新しい中国事業戦略～

2024年3月

KPMGジャパン
グローバル・キャピタルマーケットマーケット・アドバイザーグループ

ポイント

- かつて世界の工場と呼ばれた中国だが、現在では14億人の消費者を抱える巨大な市場に変貌を遂げた。この巨大な市場を巡り、欧米企業だけでなく中国企業も入り乱れ激しい競争が繰り広げられている。
- さらに近年イデオロギーの違いによる米中対立がいよいよ顕在化しており、中国は巨大な市場でありながら、かつブロック化する動きが見られ、地政学リスクへの対応も求められるなど中国のビジネス環境はより一層大きく変化している。
- 中華人民共和国香港特別行政区（SAR）（以下、「香港」）、および中国本土の証券市場は中国企業の上場ブームが続いており、近年高い成長を遂げている。2000年初頭まではアジアの証券市場は東京証券取引所がリードしていたが、現在では新規IPO調達額や市場規模でも香港・上海・深圳証券取引所が台頭しアジアの代表的な市場として存在感を増している。
- このようななか、「ブロック化する巨大な市場」に変化する中国ビジネス環境に適応すべく、ヒト・モノ・カネを現地化し中国で持続的な成長を遂げるための有効な手段として、さらには米中二極化の新時代における地政学リスクへの対応策として、欧米系および日系中国現地法人において中国現地法人を香港・中国本土市場にスピノフ上場させ、香港・中国本土の証券市場を積極的に活用する動きがみられる。
- 2021年に森松工業株式会社の中国子会社である圧力設備メーカー大手のMorimatsu International Holdings Company Limited（以下、「森松国際」）、株式会社トリドールホールディングスの香港子会社のTam Jai International Co. Limited（以下、「タムジャイ」）が香港上場した。さらに2022年には半導体製造装置のテストウエハの再生加工受託大手の株式会社RS Technologiesの中国子会社である有研半導体硅材料股份公司（以下、「GRITEK」）が上海科創板に、株式会社フェローテックホールディングス（半導体ウエハや半導体設備向け部品製造）の中国子会社である安徽富樂徳科技發展股份有限公司（以下、「FTSVA」）が深圳創業版に上場した。
- 日本国内市場の成熟化と長引く景気低迷を受け、日系企業は成長エンジンである、中国・東南アジア諸国などへの海外進出をますます加速させている。日系企業が成長の軸足を海外に移すなか、海外成長戦略の攻めと地政学リスク対応の守りの双方において、よりグローバルな視点に立ち、積極的に香港や中国本土の証券市場を活用する意義は大きい。



あずさ監査法人
ディレクター
川村 利洋

toshihiro.kawamura@jp.kpmg.com

1. 近年、日系中国現地法人が直面する課題と上場の効果

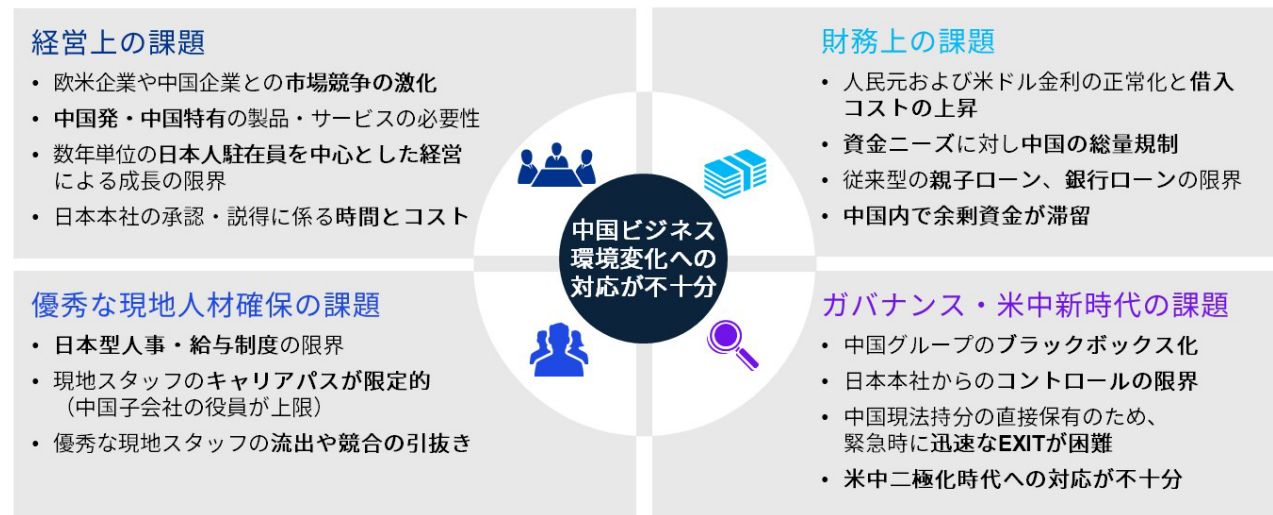
最初に、香港上場・中国本土上場を目指す日系中国現地法人が増加している背景について解説します。

(1) 日系中国現地法人が直面する課題とリスク

かつて中国は「世界の工場」と呼ばれた時代から14億人を抱える「世界の市場」に変貌を遂げましたが、この巨大な市場を求めて欧米企業だけでなく、中国企業も入り乱れて非常に激しい競争を繰り広げています。さらに近年ではイデオロギーの違いによる米中対立が日よき顕在化しており、中国市場はよりブロック化する傾向が見られます。

このように中国ビジネス環境が急速により「ブロック化する巨大な市場」に変化しているにもかかわらず、日本企業の中国現法のビジネスモデルについては以前の「世界の工場」時代のマイナーチェンジに留まっており、中国の急速な変化に十分に適応できていないケースが散見されます。その結果、多くの日系企業では主に経営、人材、財務、コーポレートガバナンス、さらに米中新時代の新時代における地政学リスク対応において十分に対応できておらず、さまざまな課題に直面しています。

日系企業が中国事業で直面する経営課題



まず、経営上の課題です。競争が激しい中国市場で成長を持続するためには、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ます。さらに中国市場の現地のニーズに合わせた製品・サービスの開発が不可欠です。しかしながら、従来の日系中国現地法人によくある、「世界の工場」時代の短期的な日本人駐在員を中心とした日本本社主導による経営では、中国独自の対応が不十分な状況であり、現在のブロック化し独自に進化する中国市場において持続的に成長することが難しくなっています。

次に人材の課題です。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なことは言うまでもありませんが、従来型の日系中国現地法人による日本型の人事・給与制度では、報酬額の面でも、またステータスという意味でも競争力の相対的低下がみられ、中国の優秀な人材を継続的に確保し維持することが大変困難な状況です。

また財務上の課題ですが、従来の典型的な日系中国現地法人の資金調達手段は、日本本社からの親子ローン、または銀行ローンの2つにほぼ集約されています。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ます。中国での事業拡大のため、よりフレキシブルな資金調達を行うことが求められています。

さらにコーポレートガバナンスについては、ポストコロナ時代においては中国への渡航や情報へのアクセスがますます制限されており、日本本社からは実態が見えづらくブラックボックス化するなど、日本からのコントロールがますます難しくなっています。

最後に米中新時代における地政学リスクへの対応ですが、現状、多くの日系企業において、日本から中国現地法人の持分を直接保有しているため、中国事業からのExit手段については、中国現地法人の持分を売却または中国現地法人を清算する選択肢に限定されます。いずれも中国当局の許認可に時間とコストを要するため、迅速なExitは困難です。

(2) 中国現地法人の課題・リスクに対する香港上場・中国本土上場の効果

このような中国現地法人が抱えるさまざまな課題に対して、香港上場や中国本土上場を目指すことにより多くの効果が期待できます。

まず、経営上の課題については、香港や中国本土市場に上場するためには、上場規則上、日本本社からの経営的に一定程度独立することが求められます。香港上場・中国本土上場を見据え、中国現地法人の経営を日本本社から独立させ、中国市場の特性を熟知した中国現地法人の経営者による迅速な経営判断を行う体制を整備します。

次に人材の課題については、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ができます。さらに香港上場・中国本土上場企業の役員というポストとステータスを提供することができます。

財務上の課題については、上場することにより新株発行し世界有数の証券市場である香港・中国本土から直接、資金調達することができます。

コーポレートガバナンスの課題ですが、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ます。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、日本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ます。

さらに中国事業をスピンオフし香港上場することで上場規則により最低25%の浮動株比率が求められるため上場自体が中国事業の一部Exitとなり得ます。また上場後は香港証券取引所での株式売却が可能となり、中国現地法人自体の売却・清算以外にも有効かつ迅速なExit手段を確保することができます。いわば中国事業が日本本社から独立する形になるため、地政学リスク対応としても有効な手段となり得ます。

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、香港上場・中国本土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、日系企業さらには欧米企業の間で中国現地法人によるスピンオフ上場を積極的に活用する動きが見られます。

中国ビジネスの諸問題を一気に解決する方法としての香港・中国上場

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"> 日本人のみを中心とした典型的日本企業型経営からの脱却 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
財務の現地化 	<ul style="list-style-type: none"> 中国事業の資金ニーズに対し、証券市場を活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
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
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）

2. 香港・中国本土株式市場の概要

次に、香港と中国本土の株式市場の特徴や違いについて解説します。

(1) 香港・中国本土の株式市場の概要

香港と中国の株式市場は中国企業の上場ブームが続いており、近年高い成長を遂げています。2000年初頭まではアジアの証券市場といえば東京証券取引所がアジア市場をリードしていましたが、2010年以降、香港証券取引所や中国本土市場の上海証券取引所・深圳証券取引所がIPO調達額や市場規模でも大きく成長しアジアの代表的な市場として存在感を増しています。

香港市場は機関投資家がメインプレイヤー、中国市場は個人投資家がメインプレイヤー。

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。
		ジェム	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。
	深圳証券取引所 (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...中華人民共和國香港特別行政区 (SAR)

*1：上海・深圳メインボードにはA株、B株の2種類の株式があります

まず香港市場ですが、COVID-19発生前の2019年以前は新規上場件数・資金調達額ベースで非常に好調であり、ニューヨーク証券取引所、NASDAQと並ぶ存在として世界市場をリードしていました。2020年から2022年にかけてCOVID-19発生に伴う世界経済低迷と市況悪化により世界の証券市場の新規上場件数が減少するなか、香港市場についても新規上場件数がスローダウンしました。しかしながら、2023年下期以降は新規上場が回復すると予想されています。また昨今の米中の政治的な摩擦により、米国上場している中国大手企業が香港市場に移籍する動きがあり、しばらく中国大手企業の香港上場が続くと見込まれています。

中国本土市場では2019年に、中国版NASDAQとも呼ばれている、ハイテク企業向け新市場の科創板が上海市場にオープンしました。さらに2020年には深圳創業板が上海科創板と同様の審査制度に規制緩和しました。制度改革が功を奏し上海科創板、深圳創業板がけん引する形で中国本土市場のIPOはコロナ禍においても非常に活況でした。その結果、近年では新規上場資金調達額で香港、上海、深圳市場がニューヨーク証券取引所やNASDAQと並び常に世界トップ5に入っています。

(2) 香港・中国本土の株式市場の違いとそれぞれの特徴

まず香港市場と中国本土市場の大きな違いですが、それは投資家が違います。香港市場は東証プライム市場と同じように機関投資家がメインプレイヤーです。取引の約80%が機関投資家によって行われます。一方、中国本土市場のメインプレイヤーは個人投資家です。取引のほとんどが個人投資家のため市況の変化が激しいことが特徴です。

■ 香港証券取引所の特徴

香港証券取引所ですが、日本で例えるなら東証プライム市場のようなメインボードと、新興企業向け市場のGEM（Growth Enterprise Market、通称「ジェム」）があります。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だけでなく、欧米企業や、森松国際、タムジャイ、Nissin Foods Company Limited（以下、「日清香港」）、Precision Tsugami (China) Corporation Limited（以下、「ツガミ中国」）、Honma Golf Limited（以下、「本間ゴルフ」）など日系企業も複数上場しています。一方、GEMは新興企業向けの市場ではありますが、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、上場件数が低迷している状況です。

香港証券取引所では2018年よりChapter18 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が相次いで上場しました。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ています。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います。

■ 中国本土証券市場の特徴

中国本土には上海証券取引所、深圳証券取引所、および北京証券取引所があります。それぞれの特徴は以下の通りです。

● 上海証券取引所

まず上海証券取引所ですが、メインボードと2019年に開設された科創板があります。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ます。

一方、上海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す。半導体受託生産中国最大手のSemiconductor Manufacturing International Corp.（SMIC）が上場し500億元（当時の為替レートで約9,600億円）を調達したことはニュースでも大きく取り上げられました。また日系企業では東証上場企業の株式会社RS Technologies（半導体製造装置の調整に用いるテストウエハの再生加工受託大手）の中国子会社である有研半導体硅材料股份公司（GRITEK）が2022年に上海科創板に上場しています。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ます。

● 深圳証券取引所

深圳証券取引所ですが、メインボード、創業板の2つの市場があります。まず深圳メインボードですが、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ます。

一方、深圳創業板は「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ます。2020年6月に上海科創板と同様の規制緩和を実施したことにより、上海科創板と同様にIPO件数が増加しています。日系企業では東証上場企業の株式会社フェローテックホールディングス（半導体ウエハや半導体設備向け部品製造）の中国子会社である安徽富楽徳科技發展股份有限公司（FTSVA）が2022年に深圳創業版に上場しています。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ます。

● 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月に北京証券取引所が開設されました。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倍以上に増加しています。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ます。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ます。

● 中国本土証券市場の特徴と近年のトレンド

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」）が行っていました。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するため、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ました。このような問題を解決するため、2018～2020年にかけて上海科創板・深圳創業板の上場審査は証券取引所が主体となって行う規制緩和が実施されました。この規制緩和により、上海および深圳証券取引所が上場承認した後、原則、CSRCには届出のみを行う「登録制」が試験的に導入されました。すなわち、規制当局ではなく「証券取引所」に実質的な上場審査権限が与えられたことが規制緩和の大きな特徴です。この結果、上場審査期間は約6ヵ月に大幅短縮されました。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、上海科創板・深圳創業板のIPO件数は急増しました。

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ました。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、同日より施行されています。

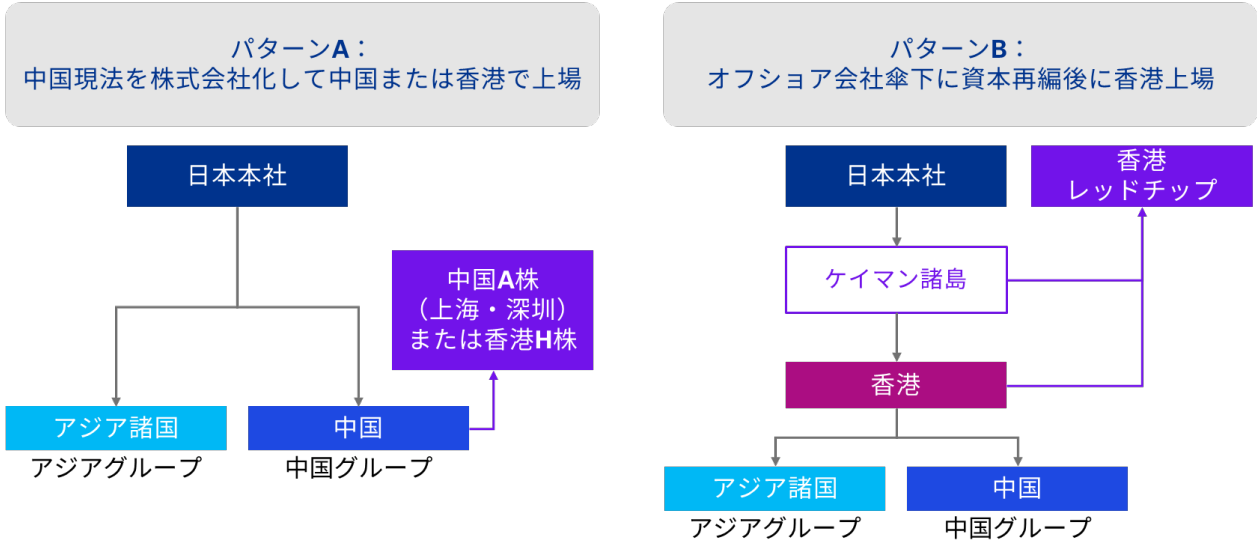
一方、近年、米中対立が顕在するなか、中国当局としても中国内のハイテク関連企業の育成に注力する傾向が見られます。したがって中国本土内の証券取引所への上場についても、中国金融規制当局によるCSRCおよび各証券取引所への指導により、ハイテク関連企業が優先されており、コンシューマーセクター企業における中国本土上場の実現は当面の間、厳しい状況が続くと見られています。

3. 日系中国現法の香港上場・中国本土上場のパターン

日系中国現地法人が香港や中国本土市場に上場する際のパターンをご紹介します。

(1) 日系中国現地法人による香港・中国本土の典型的なパターン

日系中国子会社の上場については、以下の2つのパターンが選択可能です。

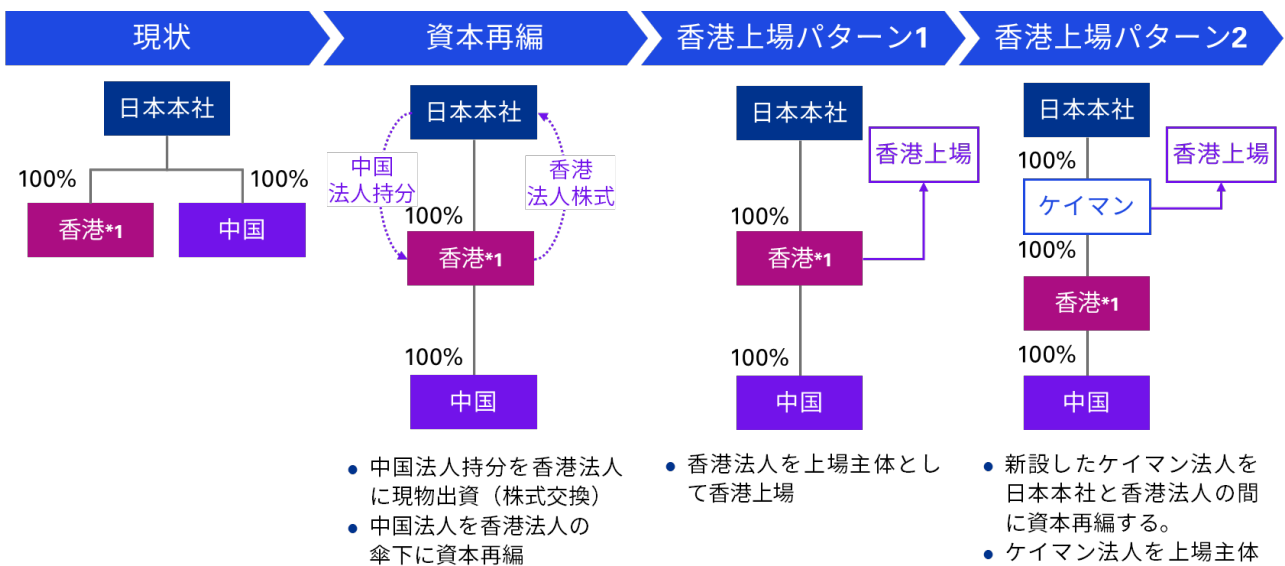


香港...中華人民共和国香港特別行政区 (SAR)

こちらの図表は、日本企業の現地法人による香港上場および中国本土（上海・深圳）上場の典型的なパターンを表しています。

まずパターンAは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」として上海市場または深圳市場へ上場（以下「中国A株上場」）、もしくは香港市場に上場（以下、「香港H株上場」）するケースです。

もう一方のパターンBは日本本社と中国現地法人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）を挟み入れる資本再編を行い、「オフショア法人を上場主体」として香港上場（以下、「香港レッドチップ株上場」）するケースです。



*1：既存の香港事業会社または新設された香港持株会社
香港...中華人民共和国香港特別行政区 (SAR)

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2のケイマン法人の株式を使用することが多いですが、日系企業による香港上場のケースでは、ケイマン法人を使用せず、森松国際、タムジャイ、日清香港などのようにパターン1の既存の香港事業会社または新設された香港持株会社の株式を上場させるパターンも好まれています。

以下はそれぞれの上場パターンの特徴と論点について解説します。

(2) パターンA：中国現法を上場主体として中国本土上場または香港上場

以前はCSRCが外資系中国現地法人中国A株上場または香港H株上場を認可するケースが極めてまれであり、事実上、日系企業の中国現地法人を上場主体とする中国A株上場または香港H株上場は選択できない状態が続いていました。しかしながら、近年CSRCの規制緩和により、外資企業の中国現地法人による中国A株上場および香港H株上場が解禁されました。この流れを受け、前述の通り2022年より日系企業の中国現地法人についても上海科創板および深圳創業板上場しています。一方、日系企業の香港H株上場の実績はまだありません（2023年12月現在）。

パターンAの最大のメリットは、中国A株上場または香港H株上場にあたり、中国現地法人を株式会社化するのみで、上場前のグループ資本再編が必ずしも必要ではない点です。資本再編が不要となることで、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ます。

一方、パターンAのデメリットとしては中国A株および香港H株上場後の市場での株式売却時のキャピタルゲインに対し中国で課税される可能性がある点です。また、中国A株式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きが必要であり、海外送金に相応の時間と労力を要する点は留意が必要です。さらに上場主体が中国現地法人でありかつ中国本土市場は中国規制当局のコントロール下のため、市況等に応じて市場での売却に際し規制がかかるケースも散見され、タイムリーに売却ができない可能性があります。すなわち地政学リスクが顕在化した際の中国事業のExit戦略まで見据えるとパターンAでは有効に機能しない可能性があります。

(3) パターンB：オフショア法人を上場主体として香港上場

日系企業の中国現地法人が香港上場する場合に一番多いパターンです。中国現地法人が直接株式を発行するのではなく、ケイマン法人または香港法人等のオフショア法人の傘下に中国現地法人を資本再編し、その後、オフショア法人の株式を香港に上場させます。

パターンBのメリットとしては、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できることがメリットです。近年、中国政府は香港に対して政治的な影響力を強化していますが、中国当局からの影響をより回避するために、上場主体として香港法人よりもケイマン法人が選ばれる傾向があります。ただし前述の通り、日系企業の香港上場の場合、上場主体として香港法人を選択されるケースが多いです。

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りません。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ます。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は高いと言えます。

一方、パターンBのデメリットとしては、多くの日系企業のケースにおいて、上場前に上場主体となるオフショア法人（ケイマン法人または香港法人等）の傘下に中国現地法人を資本再編しなければならないことです。資本再編する際に中国でキャピタルゲイン課税が課されるリスクがあります。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です。

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・オフア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ります。なお「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す。

4. 最後に

日本国内市場の成熟化と長引く景気低迷を受け、日系企業は成長エンジンである中国・東南アジア諸国を始めとする海外への進出をますます加速しています。日系企業が海外に成長の軸足を移すなか、海外成長戦略の攻めと地政学リスク対応の守りの双方において、よりグローバルな視点に立ち、積極的に香港や中国本土の証券市場を活用する時代になったと感じています。本稿が日系企業のグローバル戦略を検討されるうえで一助となれば幸いです。

編集・発行

有限責任 あずさ監査法人
グローバル・キャピタルマーケット・アドバイザーグループ

global_capitalmarket@jp.kpmg.com

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査したうえで提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2024 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved.

The KPMG name and logo are trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organization.