

# 中国概念股の危機はなぜ生じたのか

福 光 寛

2013年7月

The Institute for Economic Studies  
Seijo University

6-1-20, Seijo, Setagaya  
Tokyo 157-8511, Japan



# The crisis of the Chinese concept stock: Chinese private companies left behind in the mud

Hiroshi Fukumitsu

JULY 2013

## **Abstract**

In this paper we clarify that the meaning of the Chinese concept stock as the Chinese stock solely listed in the exchanges of the United States. And we explained the reason why they are limited to Chinese private companies. Where are fine-looking Chinese national companies listed on the NYSE? Because the Chinese government loosened their restrictive policy of listing on the Shanghai Exchange, national companies once has listed in the foreign exchanges like NYSE now returned to the Shanghai Exchange. National companies are not seemed as a part of Chinese concept stocks any more in a narrower sense. But for private companies the listing on the Shanghai Exchange is still restrictive and they have great enthusiasm for the foreign listing opportunity. Those Chinese private companies were not accustomed to submit disclosure reports regularly, and finally they caught in the mud. This is the simplified story of the Chinese concept stock crisis we want to report to you.

# 中国概念股の危機はなぜ生じたのか

福 光 寛

## 目 次

- はじめに 中国概念股の危機はなぜ生じたのか
- 1. 張鋭の 2011 年 3 月の論文から読み取れること
- 2. ムーディズのレポートから読み取る中国企業の特徴
- 3. 改めて中国概念股とは何かを考える
- 参考文献

## はじめに 中国概念股の危機はなぜ生じたのか

前稿「中国概念股の危機で見てきた諸問題」(『成城大学経済研究』第 199 号 2013 年 1 月刊)を公表後も、私は中国概念股について関連資料の探索を続けてきた。小稿の本論各節はこの探索をとりまとめたものである。

この「はじめに」では、この探索を含め、これまでの考察で明らかになった中国概念股問題の概要をできるだけ整理して述べ、そのうえで本稿各節の概要を説明する。

まず大事なポイントは、中国株といっても、上場市場は、上海、深圳のほか、香港、シンガポール、そして問題のアメリカのほか、カナダ、ヨーロッパなど世界各地に分かれていて、アメリカ上場分については独自性が顕著だということである。

小稿の結論は、中国概念株は、今日の状況で端的に言えば、そのアメリカで上場している中国株(狭義ではアメリカで単独上場している中国株)のことを指しており、その内実は中国の民間企業で、業種も狭い範囲に集中しているということである。この中国概念股について、とくにその財務情報について不信感が高まり、2011 年春に売買停止処分が続出。米中間に緊張が走ったというのが、簡単にいえば、今回の中国概念股の危機の内容である。

ところで日本企業の海外上場と比較すると、たとえば日本企業で NY でも上場するものは、一般的にはまず東京で IPO（新規公開募集）を経て上場。そのうえで時間を経て NY で上場している（熟成の上での重複上場）。

中国企業の行動は違っており、アメリカで上場するものは、上場自体が初めてで、かつアメリカで単独上場というケースが多い（未熟かつ単独上場 しかし例外はある）。母国を離れて、海外で単独上場、それが大量に生じた（2010 年末から 2011 年末にかけてのピーク時、中国企業上場社数は 250 社以上）というのは、歴史的にもめずらしい現象ではなかったか。

そしてその上場手法として、新規上場では一般的な新規株式公開（initial public offering: IPO）という手法ではなく、上場企業買収という手法（reverse merger, reverse takeover: RTO 中国語では反向收購 fan3xiang4shou1gou4）が多用された。RTO は裏口上場とも揶揄され、プロセスの透明性が問題になっているが、金融手段としてみると、資金調達とそれ自体は無関係だという特徴がある。前稿でも述べたように、融資性反向收購と呼ばれるものもあり、資金調達と反向收購とが結びつくこともあるが、資金調達を伴わない反向收購でもいいから海外で株式公開をまず果たすという中国企業の行動様式は注目される。

ところで資金調達を伴わない反向收購 RTO は、その実施時期を企業側が主体的に選択できること、上場に伴っての株式の希薄化を避けることができること、など、実は上場手法として優れている面もあり、IPO の件数が減る株価の低迷局面でこれまでも件数が増えることがアメリカではあった。RTO について、いま一つ指摘されるのは、売り出しを伴わないことで、社会的な視線を浴びることなく、上場に至ることが多いということで、今回、そうした側面（いわゆる裏口上場）が財務上の問題を抱える中国企業により悪用された面は否めない。

しかしこのことと矛盾するのは、アメリカでは、近年、店頭公開企業そして取引所上場企業に対する開示規制が強化されてきたことであって、店頭市場である OTCBB で 1999 年 4 月からいわゆる継続開示書類の開示が一律に義務付けられたのに加えて、エンロン事件を経て 2002 年 7 月にはいわゆるサーベンス・オクスリー法が成立し、上場企業に対して内部統制の評価・監査システムの導入が義務付けられている。このような規制強化により、アメリカでは企業の公開・上場コストが上昇。1990 年代末以降、アメリカでは公開・上場企業

数は急激に減少している。中国企業による反向收購を使った米国市場への怒涛のような進出は、こうしたアメリカ市場の規制強化の流れと正面からぶつかるものであった。

概念股問題は、こうして強化されたアメリカの上場企業監視システムが機能しているかどうかを検証するものでもあった。そして私は、アメリカの当局者は今回の事件の経緯を通じて、このシステムの作動を確認したのではないかと考えている。もちろん、海外の企業の会計監査をいかに監視するかで新たな課題が見えてきたことも事実であり、解決すべき問題は残されている。

以上が、この間の考察のとりまとめである。続けて、本稿の概要を述べる。

本稿第1節は、沪港 hu4gang3 经济（英文名 Shanghai and Hong Kong Economy 刊行元は沪港経済発展協会）2011年3期（3月）に掲載された張鋭「中国赶美国上市企业面临诚信危机」の詳解である。読者は、この論説から、事件が多くの上場企業の売買停止という形で2011年3月から5月にかけて広がる前に、事件の背景が中国で冷静に分析されていたことを確認できるであろう。

ところで、上場場所ごとの違いを超えて、中国株一般の特質、中国企業一般の特徴というものはあるだろうか。地域ごとの偏りを超えた中国株一般の特質というものはあるだろうか。本稿第2節は、今回の事件のなお渦中の2011年7月に出されたムーディーズ社のレポートの助けを借りて、海外上場中国企業に共通する特徴や特質の把握を試みたものである。

このレポートは、ムーディーズが格付けした中国企業のうち、非投資格付けのものについての分析である。よくみると、香港上場のものが多いので、アメリカに上場した中国企業を議論する中国概念股問題とは峻別するべきかもしれない。しかし、そういつて捨ててしまうことをここでは避けて、拾えるところを見ることにした。

たとえば海外上場企業の外形的「特徴」として、ケイマンを始めとする租税回避地で登記していること。さらに所有構造では家族所有の集中、財務面では過度の成長戦略の採用といった「特質」を指摘できる。こうした特徴や特質は、アメリカで上場した中国企業にもあてはまるのでないか。そしてこうした特徴特質が今回の事件の背景理解に欠かせないのでないかというのが隠れている視点である。

そもそもなぜ、上場には準備不足と思える中国企業がアメリカでの上場を急

ぐことになったのか、その決断にあたり、なぜ社内の牽制が働かなかったのか、といった疑問に、これらの特質の理解はある程度、答えていることになるのではないか。

最後の第3節では、問題の中国概念股について、アメリカで（主として）単独上場されている中国株、というとらえ方が、すくなくとも現時点では成立することを述べるものである。この定義を導くために、2013年1月から4月にかけて、ネット上の中国概念股という分類に登場する中国銘柄を具体的に、銘柄レベルで分析している。

実は中国概念股という言葉が実際にどのような銘柄を指すものとして現在使用されているかを銘柄レベルで分析したものは見かけたことがない。したがってこの分析はユニークなものだが、そこから中国概念股は、民間企業株であることと、業種的に特性（偏り）があることも明確にできたと考える。

しかし中国株について、国有企業がNYSEなどで派手にIPOをした記憶を頭の隅に残す私たちは、中国概念股が民間企業だと断定されることに違和感をもつ。実は2000年代に入って、大きな中国国有企業株は相次いで中国本土に戻っている。というのが私の見方である。

すなわち国内の証券市場の整備が進むとともに、中国政府は有力な国有企業に対しては国内証券市場への帰還を促し、他方、民間企業に対しては、積極的に海外での資金調達を促したのではないか（背景には中国の金融制度が民間企業：中小企業に対する資金供給で問題を抱えているということがある）というのが私の仮説である。ところがその民間企業については、年来、財務諸表粉飾問題が絶えなかった上に、進出先として選ばれたアメリカでは、上場企業への監視は2000年代に入り一段と強化され、上場コスト上昇から、上場企業数が減少する状況にあった。

比較的監視の目の緩い反向收購という形で、ようやく米国での上場あるいは株式公開を実現した中国民間企業はほどなく、米国の厳しい規制や監視によって、狙い撃ちをされたかのように、市場を追われることになった。また中国政府は、結果として企業に対する会計監査の体制の整備強化を迫られる（強い圧力を受ける）ことになった。これが、私が中国概念股問題について描いているストーリー（故事）である。

## 1. 張銳の2011年3月の論文から読み取れること

この論文は沪港 hu4gang3经济 (英文名 Shanghai and Hong Kong Economy 刊行元は沪港經濟發展協會) 2011年3期(3月)に掲載されたA4で5ページほどの特集記事である(pp. 19-23)。論題「中国赶美国上市企业面临诚信危机」は、米国での上場を急いだ中国企業が信用危機に直面している、とでも訳せようか。この雑誌は中国學術雜誌データベースの採録誌になっている。筆者名は張銳。すでに述べたように、この論文が発表されたのは事態が拡大する直前である。著者の張銳 Zhang Rui は、上海証券報などほかのメディアにも署名入り記事を寄稿していることから記者あるいは著述家と考えられる。

この論説記事の内容を詳しく見ることで、中国概念股問題について、中国側がどの程度の事前の知識をもっていたかを確認したい。対比して読むことにしたのは、台湾証券交易所刊行の『證交資料』594期2011年11月刊に掲載された任中美(臺灣証券交易所業務委員)のA4で30ページという長大な論文「中國企業在美上市財報揭露弊端 jie1lv4bi4duan1 綜論」(アメリカで上場している中国企業の財務報告のインチキが露呈した問題を詳論する)である。任中美は総経理のもとに置かれる業務委員会の業務委員の一人。なお私の旧稿である福光寛「中国概念股の危機で見えてきた諸問題」『成城大学經濟研究』199号、2013年1月も参照してゆく。

### 1.1.1. 米国で中国風が強く吹いた(美国劲吹“中国风”)

張は冒頭で次のように述べて問題が、前例のない規模での中国企業の米国資本市場への上場それ自体の反響であるとの視点を示しているが、これは全く同感である。

「中国企業が前例のない速さと陣容でニューヨーク証券取引所とナスダック市場に一気にあふれ出し、ウォール街には繰り返し強力な「中国風」が吹き荒れた。米国の監督管理機構が追加的検査を緊急に嵐のように実施。そのあとは投資家の訴訟の大潮が押し寄せ、とくに「中国概念」に含まれる財務上の不正という地雷が次々に連鎖的に爆発したことで、海外資本市場における中国企業の信頼の危機は、極めて厳しい状態(異常严峻 yi4chang2yan1jun4)におちいっ

た。」（張（2011）19）。

続いて中国企業が米国資本市場に参加してわずかに12年の歴史しかないけれども（これは後で紹介する任中美論文によれば1999年に民間企業侨兴环球がNASDAQに上場したことを指している。国有企業の上場はすでに1992年に华晨汽車のNYSE上場で始まっている）、その勢いは全世界の企業が羨望するほどであったと続ける。2010年には米国で上場した中国企業は41社に達し、過去のピークの2009年の37社を上回った。米国で上場した41社が2010年に調達した金額は35億米ドルで、米国のIPOによる総額の25%を占めたとしている（張19）。

この熱狂の原因は、中国概念股が示した利益率や成長率の高さにあると張は続けている。2010年の米国市場の中国企業IPOの平均回収率（rate of return: 通常は股本回収率つまり自己資本利益率のこと）は同期の平均回収率が19%に対しておよそ30%。また米国企業の成長率は多くは5%から15%の間であるのに対して、多くの中国企業のそれは50%から100%の間。したがって投資家が「中国概念」股を喜び、賛辞をささげたのは自然なことだったとする（張19-20）。

また米国と中国の上場制度の違いが背景にある点をつぎのように述べる。

「技術的観点から分析すると、[中国]国内で実行されているのは、上場企業核准制であって、企業の上場手続きは煩瑣で機会費用は高い。米国で実施されているのは注册制であって上場手続きは簡単で入門の障害（门槛）は比較して低い。一時的に損失を出している企業でも利益モデルが明らかな企業であれば、ナスダックは同様に大きく開いてその胸に抱きとめる。こういった次第であるので多くの企業が次々に米国での上場を選択したのである」（張20）

ここで注册制 zhu4ce4zhi4 は翻訳すれば登記あるいは登録制となるのか。市場条件が制約になり、情報を登記という形で明らかにする必要はあるが、基本的には自由に発行できるというもの。核准制 he2zhun3zhi4 というのはその前身の审批制と注册制との中間にあたる。审批制では、すべてを役所の側が決定してしまうが、核准制では企業が申請してこれを役所が審査する。

#### 1 1 2. 張がこの段階で RTO に言及しないことへの不満

以上の張の状況分析は、中国企業の米国への上場ラッシュを概念股問題の背



景として指摘。さらに米中間の上場制度の違いから、上場ルールに透明性のあるアメリカに中国企業が殺到したことを示唆するもの。間違っただけとは言っていないが、この上場ルートとして反向收購 (reverse merger; reverse takeover; RTO) が主として使われたことをここで強調していないのは (なおあとで張の RTO の議論はでてくるが)、違和感が残る (確かに中国企業の IPO は話題になったが)。張はここでは IPO についてだけ繰り返し述べ強調している。

福光 (2013) 80 表 7 で示したように、2007 年から 2009 年にかけて IPO の件数は激減、他方、IPO とほぼ互角の RTO の件数は IPO ほどは減らなかった。2008 年から 2009 年の間は IPO の件数は、RTO の件数 2 分の 1 あるいは 3 分の 1 といったところまで急減した。そうした中で、RTO 件数の 4 分の 1 から 3 分の 1 を中国企業が占めるに至る。なお IPO については、10 分の 1 から 5 分の 1 が中国企業。だから IPO でも中国企業が大きな存在になるのだが、2008 年以降、件数で見れば中国企業の上場に至る主たるルートは RTO となる。この点が張論文では必ずしも明確でない。この点を明らかにした PCAOB のレポートの刊行は 2011 年 3 月 14 日刊行で、張 (2011) はこのレポートを見ていないためか、RTO の位置付けがなお低い。

任 (2011) は 2010 年の米国での中国企業上場社数を論じたところで、「借殼」(RTO) による上場にまず言及している。中国企業が 2007 年から 2011 年第一四半期までの外国企業による反向收購の 4 分の 1 を占めたとする。福光 (2013) 80 表 7 と比較すると、これは 2007 年から 2010 年第一四半期までのすべての反向收購の 4 分の 1 を占めたというべきところだろう。

任は、中国企業の米国市場における上場の歴史をつぎの表 1 1 1 のようにまとめているが、歴史的にみて中国企業の米国での上場が今のような段階にあるかを考えることは確かに必要だ。すなわち、中国企業の米国上場については、ほぼ 20 年間の歴史がある。

表の冒頭にある国営企業の華晨汽車 (華晨汽車) について調べたところ、同社の NYSE 上場は 1992 年 10 月。その成功は中国人の誇りとされているが、2007 年 7 月 5 日、同社は声明を出して NYSE での上場廃止を公表している。理由として、不景気による取引の減少、米国での報告制度の負担を上げて、香港での上場は続けるとした (典拠：人民网 2007 年 7 月 23 日)。なお、華晨汽車の香港上場は 1999 年 10 月である (中国が香港の主権を回復したのは 1997 年 7 月)。

表 1 1 1 中国企業の米国上場の歩み

1992年	最初の国営企業：华晨汽车 (NYSE)
1996年	最初の ADR：广深铁路 (NYSE)
1999年	最初の民間企業：侨兴环球 (NASDAQ)
2000年	网路公司上市热潮：搜狐，网易，新浪等

注）任（2011）46 図 1

この华晨汽車の事例は、アメリカ市場を見限ったという意味で象徴的。しかしその同じとき（2007年頃）に、アメリカに向かっていた多数の中国民間企業が、このように国営企業が米国から撤退。入れ替わりに中国民間企業が、米国に大挙して押し寄せそれらが中国概念股問題を引き起こしたと私は考える。

他方、广深铁路（廣深鐵路）についても調べたところ同社は1996年4月にまず香港に上場。その後5月にNYSEにも上場した。そして現在もNYSEで上場している（NYSE: GSH）。同社はその後2006年12月に上海にも上場。中国の鉄道会社のなかで、唯一世界の3取引所で上場しているとしている。問題は中国のサイトをみると、同社を上海の株として認識するものがあることである。たとえば新浪で調べたところ、同社の株価としては上海のものを取り、香港を参照値として、NYは参照されていない。また中国金融界で調べたところ、上海の値が取られ、香港もNYも参照されていない。現在は実態として广深铁路は上海の銘柄とすべきなのではないか。

このように一部の銘柄はアメリカに上場しつつ、上海でも上場するようになった（重複上場）。そうした、どちらかといえば古い銘柄と、近年、上場して、上場場所はアメリカだけだという銘柄は、どうもタイプが違うようだ。表112は、2011年3月から5月の間に取引停止となった24社の所在地を分類したものである。この表から分かるのは、企業所在地の半分は、北京や深圳など大都市。しかしそれ以外の地方都市がやはり半分ある。アメリカから見て実態把握が困難な地方都市という面がある。

第3節で述べる知見を、ここで付け加えるなら、古い銘柄と近年の銘柄では、業種的にも違いがあり、古い銘柄が、歴史があり重厚長大な工業株だとすれば、近年の中国概念股とされる銘柄は設立後の年数も若いIT銘柄など、これからの成長が期待される業種が中心になっている。そして前者は国有企業。後者は民間企業。ところが私たちの頭には、中国を代表する国有企業がニューヨーク

中国概念股の危機はなぜ生じたのか

表 1 1 2 2011年3月から5月に取引停止となった中国概念股の本社所在地・取引所

地理区分	本社所在地	NYSE	NASDAQ	AMEX	OTCBB	Total
華北	北京	3	2	1	1	7
	山西太原			1		1
華東	山東		1			1
	山東萊陽		1			1
	浙江寧波		1			1
華西						
華南	深圳		3	1		4
	廣州		1			1
	福建福州		1			1
	廣東惠州			2		2
	海南			1		1
東北	鉄嶺		1			1
	遼寧錦州		1			1
西北	西安		1		1	2
西南						
Total		3	13	6	2	24

注) 福光(2013)61表1より福光が作成 空欄は該当企業ゼロを示す。

表 1 1 3 中国一流企業と上海市場との関係(2009年末時価総額上位企業)

順位	社名	時価総額	上場時点と上場場所	新浪での扱い
1	中国石油天然気 (NYSE: PTR)	319.5	2000/04 香港 2006/04 NYSE 2007/11 上海	上海株
2	中国工商銀行	192.3	2006年10月 香港と上海	上海株
3	中国石油化工 (NYSE: SNP)	124.6	2000年10月 香港 ロンドン NYSE 2001年7月 上海	上海株
4	中国銀行	107.3	2006年6月 香港 2006年7月 上海	上海株
5	中国人寿 (NYSE: LFC)	93.3	2003年12月 NYSE 香港 2007年1月 上海	上海株

注) 時価総額の単位は10億米ドル 2009年12月現在で資料はカルワット/法瑟侯偉(2013)のp.245  
上場時点は福光が調査。新浪での扱いとは新浪財經での2013年3月末現在の扱い(どの市場に誘導しているか)よく見ると、まず銀行は香港と上海で上場しアメリカでは上場していない。ほかの大企業は、海外で上場してもやがて上海で上場。銀行や大企業について現在は、上海で上場させる政策を中国政府が取っていることが推測される。なお表3.3.1も参照せよ。

証券取引所に上場した強い印象が残っている。先ほどのものべたが実は中国を代表するこれらの国有企業は、その後、上海証券交易所にも上場して、実質的には上海の株になっている。この点は表 1 1 3 の事例でも確認されたい。

#### 1 2 1 . 緑諾などの墜落（跌倒的“緑諾们”）

続けて張（2011）は、財務上の不正が見つかった例を 2 例挙げている。その一つは私の前稿でも取り上げた大連緑諾環境（大連緑諾環境）工程科技公司。そしてもう一つが麦考林。

まず前者は 2009 年 7 月にナスダックに上場。2010 年 11 月初めに 1 株 30.45 ドルの高値で 1 億ドルを集めたところだった。これについてある研究機関が証券取引委員会に対して 30 ページに及ぶ研究報告を提出。その中で帳簿上 1.93 億ドルの収入があったとしているが、実際は 1,500 万ドルであるといった問題を指摘した。福光（2013）でものべたが、この研究機関とは Muddy Water というリサーチ会社である。この結果、株価は 1 月ほどの間に 5 分の 1 に下落してしまった。驚かされたのは、経営幹部が財務上の粉飾を認めてしまったこと。さらに 2008 年度から 2010 年第 3 四半期までの財務報告の再提出ができなかったことである。この結果、2010 年 12 月 9 日（福光（2013）が用いた資料では 12 月 3 日）に NASDAQ は大連緑諾の上場廃止を命じた。大連緑諾は、米国市場から追放された最初の事例となった（張 20）。

次に後者の麦考林は 2010 年 10 月にナスダックに上場したばかりの会社。その時点で時価は 10 億ドルに達した。ところが、上場直後に発表された第 3 四半期報告は、費用が大幅に増加して、同期の粗利益（毛利率）が 4%（400 ベシスポイント）下落したとした。同社の株価はたちまち蒸発してしまった。それだけではなく、麦考林の上場申請書や説明書に重大な虚偽があり、その結果、投資家が損失を被ったとして最終的には 5 つの法律事務所が麦考林に集団訴訟が提起するに至った。このほか 20 余りの米国上場中国企業が集団訴訟の渦中にある（張 20）。

#### 1 2 2 . 問題企業について、なにがいかん問題にされたか

財務上の不正についての分析も、張の論文が 2011 年 3 月に公表されて以降に、新たな情報がたくさん入ってきたところなので、張の情報が少ないのは仕

中国概念股の危機はなぜ生じたのか

方がないところである。

福光 (2013) は、こうした報道に従って、2つの調査会社の摘発の貢献が大きいとまとめた。なお2つの調査会社の活動が活発化するのには2010年6月末からである(福光(2013) 82-83)。

今回、私は、任 (2011) が提供する資料から、取引停止事例を以下の表121にまとめた。その結果、上場企業の財務諸表に対する本来のチェックルートで

表121 売買停止に至った事例分析

社名	内容
Advanced Refractive Technologies (ARFR)	2006年以降たびたび適時開示できず。OTC Pink Sheet。2011年5月3日取引停止。
China Biotics (Nasdaq; CHBT)	2008年10月粉飾の疑いで空売り。2010年4月6日会計士署名撤回。2011年4月1日取引停止。
Yuhe International (Nasdaq; UUII)	2009年の監査で禁止される関係者取引が発見された後当時の会計士を解雇、監督当局に評判の悪い会計士に変更。2011年6月17日取引停止。
China Changjiang Mining & New Energy (Pink Sheet; CFJI)	独立会計士が過去の署名を撤回して辞任(推定辞任時期は2010年4月16日)、その後の財務報告に監査署名なし。2011年4月1日取引停止。
Duoyuan Printing (NYSE; DYP)	2010年5月以降 SEC への定時開示できず。その後会計士を解雇。2010年11月 SEC の調査を受ける。2011年4月10日 NYSE が同日付け取引停止を宣言。DYP 社は上訴。2011年6月15日現在 pink sheet。
HiEnergy Technologies (HIET)	適時開示できず。2010年9月7日集団訴訟起きる。2011年5月3日取引停止。
Rino International Corp (Nasdaq; RIN)	2010年11月に財務粉飾発覚。ただちに Nasdaq 上場廃止。SEC 2011年4月1日以降取引停止命令。2011年4月11日取引停止。
China Green Agriculture Inc. (NYSE; CGA)	2010年12月24日集団訴訟起きる。2011年 SEC が非公式に運営状況調査。
China Agritech (Nasq; CAGC)	監査を担当していた Ernst Young が辞任(日付け未確認)。2011年2月11日に集団訴訟起きる。財務報告に重大な虚偽。2011年3月11日取引停止。
Heli Electronics (HELI)	財務の不正を発見した会計士を隠そうとした。その後会計士は辞職。2011年3月21日取引停止。
China Electric Motor (Nasdaq; CELEM)	2010年財務報告書未提出。2011年3月22日取引停止。2011年4月8日集団訴訟起きる。
New Oriental Energy & Chemical Corp (Nasdaq; NOEC)	2011年3月23日取引停止。 2011年6月2日上場廃止。
China Media Express Holdings Inc. (Nasdaq; CCME)	監査を担当していた Deloitte が2011年までの財務報告をすべて虚偽捏造であると断じて2011年3月辞任。2011年5月19日取引停止。
Digital Youth Network Corp. (NYSE; DYUOF)	適時開示できず。2011年5月12日取引停止。

注) 任 (2011) 67-74 の表2から表6までから取引停止に至ったもので、停止年月を明示したものを抜き出した。そのうえで不正発覚の発端になった事象を時系列で福光がまとめた。

ある、財務諸表に対する監査や、その公開手続きがそれなりに機能していたと考えるようになった。1990年代以降整備された規制強化が、機能していたからこそ、問題のある中国企業が多数チェックされたのではないか。

表121により、中国企業をめぐる、会計士との間でのトラブル、書類の提出をめぐるトラブルが起こっていると、2010年春頃には認識できたことを確認できる。確かに調査会社がレポートをまとめて警鐘を鳴らした功績は大きい(もっとも古いレポートは2006年でありその活動の活発化が2010年6月頃からである)が、財務情報の開示制度や、公認会計士による監査制度、さらには集団訴訟の仕組みなどが、調査会社の活動とともに問題企業の摘発に一定に機能していたと評価するべきではないか。

### 131. 反向收購の関係者(反向收購的利益鍵)

続いて張(2011)は反向收購(reverse merger; reverse takeover, RTO)に議論を進める。

「米国資本市場で上場するルートは一般に2つあり、一つは新規公開発行(IPO 首次公开发行)もう一つは反向收購(借反向收購上市)である。米国の週刊誌『バロンズ』によれば近年、米国で反向收購を用いて上場した企業は350社あまりに及んでおり、またPCAOBが公表した数値によれば反向收購を用いて上場した企業ほぼ100%中国企業である。」(張21)

張は反向收購が借壳上市(殼を借りて上場する)あるいは买壳上市(殼を買って上場する)とも呼ばれ、基本的にはまず店頭市場(OTC市場)に上場し、それから主板つまりメインボードとされるニューヨーク証券取引所やナスダックに移るものであって、直近で300あまりの中国企業がOTC市場で主板市場への転進を待っているところだとする(張21)。

(福光の私見では、ここでの張の記述は過大である。福光(2013)80表7で示したように、PCAOBの数値によれば反向收購で中国企業が占めた比率はピーク時で3分の1程度。その年間の件数は2007-2009の年平均では186件である。さらにOTC市場に300あまりの中国企業が待機しているというのは全く根拠がない。後掲表321を参照)

IPOと比較すると、反向收購には次に様な魅力がある。

まず複雑な登記、公開発行手続きが不要で、IPOなら少なくとも1年かかる

ところ5 - 6ヶ月もあれば米国資本市場に進入できる。また IPO で資本市場に入る費用が少なくとも1,000万ドルかかる場所、米国の殼会社の購入は15万乃至35万ドルあれば足りる。加えて反向收購は、IPO のように大量のリスク投資や戦略投資を引き寄せるものではないので、[証券監督]機構と株主による上場会社の内部統制と情報公開について、ルールに従うことへの外部からの圧力は極めて弱い(張21)。

反向收購は正常な上場方法の一つだが、米国の資本市場は IPO による新株発行について規則は大変成熟しているが、借壳上市について規則は未整備で、厳密な法律体系もない。加えて監督管理制度の欠落もあり、多くの中国企業は反向收購で上場を実現したが、反向收購は上場企業の財務上の粉飾の温床に成り果てた(張21)。

反向收購の関係者(利益鍵)を張は以下のように整理している。

第一に、殼を買う側の中国企業。強烈に上場を求め、上場を急ぐために自らインチキの材料を作ったり提供したり、あるいは会計会社などに組織的なインチキに加わりあるいは委託することを辞さない(張21-22)。

第二に、殼を売る側のオフショア会社(离岸公司)。しばしば中国国内の投機者によりバミューダ諸島などに登記される。中国では上場を欲している企業を探し、米国では上場しているものの業績がとても悪く、株価が1ドル以下の「殼会社」を探す存在。米中両国の間で買い手と売り手を捜し両者を仲介するのである。殼の売買では、株主権の10 - 30% がオフショア会社に必ず残される。殼会社の株価が高騰すると、オフショア会社はそれを売って利益を実現する(張22)。

第三に、会計会社、すなわち龔野郎(扒粪人 ba1fen4ren)。「殼会社」が購入されて正式に上場する前に、PCAOB に登録している会計会社に対して監査を受けることを申請せねばならない。PCAOB の調査によれば、多くの米国上場中国企業が、飞騰、柯邦宁などの知られていない小規模な米国会計会社を使っていた。かつこれらの会計会社は、実際の審査項目を中国の会計士に丸投げしていた。言語の障害もあり、中国会計士が提供する一部の報告書は米国の会計士が全く理解できないものだった。結果として、米国の会計士は中国会計士の情報についての精査を怠り、大量に水増しされた上場材料がそのまま泥まみれの状態で審査を通過してしまった(張22)。

第四に、投資銀行、すなわちアンダーライター。会計会社による審査のあと、上場会社は投資銀行による推奨過程に入る。そして投資銀行はアンダーライター費用のほかに、相当額の株主権を取得、場合によっては投資者の信頼を確保する目的もあって重要なポストに就任することもある(張 22)。

確かに反向收購は多くの中国企業に太平洋を渡って上場する夢を実現させたが、同時に多くの中国企業を飽食のあとのトラブルに巻き込んだ。パロンズによれば、米国上場の中国企業の時価総額は一時 500 億ドルをこえていたものが 200 億ドルにまで収縮している。名指しされた中国企業の中には永遠に立ち直れないものもある(張 22)。

### 1 3 2. 優れた分析だが疑問も

以上の張(2011)の整理は、記述がやや詳しくオフショア会社を相手方として明示してその機能を論じている点が参考になる。やはり海外上場を仲介するオフショア会社の存在が一つのポイントではないか。そして海外上場の動機の一つに、オフショア会社の実現する利益があるというのが、私が強調したい点である。

オフショア会社の設立については、中国の企業の側がイニシアチブを取ることと考えられるし、オフショアの設立から上場に至る計画がセットされて、仲介人=投機者によって中国企業に提案されることも考えられる。

つぎに会計会社に対する糞野郎という表現は突飛だが、おそらく中国での会計会社の実態と評価を示す表現だろう。

疑問があるのは投資銀行を関係者に上げている点である。実は世間的に名の通った大手の投資銀行が関与していれば、粉飾決算をチェックできた可能性がある。しかし資金調達が絡まない反向收購では、少なくとも大手の投資銀行は関与しないというのが、私が検討した文献の一致した結論である。その意味で張の整理は疑問が残る。

張の分析が投資銀行を入れている理由は不明だが、冒頭の記述でも張は IPO に言及する一方、RTO に触れていない。このように RTO より IPO を強く意識していることが、RTO のところで投資銀行を入れる姿勢につながっているのではないか。しかし典型的な RTO が、大手の投資銀行が食指を動かすには規模が小さいものであることは間違いない(福光(2013) 80 表 8)。もっとも投資



銀行といっても、無名で小さいものを指しているのであれば、納得できる。

では任 (2011) はどう述べているか。中国企業が米国で上場するには2つの方法があるとして表 1 3 1 を掲げる。原文の表題は康莊大道と旁門左道となっている。IPO と RTO を明確に区別、対比している。堂々とした広い道、それと異説に従った脇道とでも訳せるだろうか。そして IPO なら著名投資銀行がでてくるとまとめる。

(財務) 体質の良い企業は、首次公開上市 (新規公開発行 IPO) で堂々とニューヨーク証券取引所や NASDAQ 市場に上場する。しかし体質の悪いものは、借殻で店頭市場 OTC に入場して時機を待ってナスダックに昇格上場を目指すまとめる。投資銀行については、この任の説明の方が私には納得しやすい。

表 1 3 1 IPO と RTO の比較

	IPO (Front Door)	RTO (Back Door)
規則管理	多い	少ない
情報公開	厳しい	緩やか
代理報酬	高い	低い
仲介機構	著名投資銀行	特定されない
会計士	著名なところ	特定されない
弁護士	著名なところ	特定されない

注) 任 (2011) 47 図 2

#### 1 4 . 包囲され狩りの対象とされた中国企業 (“ 围猎 ” 中国公司)

張 (2011) は以下のように述べて、米国の監督管理制度が SEC を中心にさまざまな組織、多数の民間団体からなる多路軍であると表現している。この視点は興味深い、実は任 (2011) の視点もかなり似ている。ここで任の目次を示しておこう。以下のようにまさに多路軍の内容を紹介するように目次が建てられている。

- 壹 前言
- 貳 中国企業の米国での上場概況
- 参 米国上場中国企業の財務粉飾 (弊案) 問題態様類別
- 肆 米国上場中国企業の腐敗行為 (弊端) 実例
- 伍 米 SEC の対応と対策

- 陸 ニューヨーク証券取引所の観点
- 柒 ナスダック取引所の観点
- 捌 米 PCAOB の観点
- 玖 民間団体訴訟
- 拾 米証券業協会の自律組織 FINRA による調査
- 拾壹 結語と建議

興味深いのは、このような民間団体をも含めた監督管理の在り方が発達した証券市場制度の姿だという共通認識が、臺灣の任からだけでなく中国側の張からも示されたことだ。

張は冒頭で、米国の証券市場制度は発達しているので、現在の監督管理制度の厳格さと監督管理の力量は強大だと述べる。企業の粉飾を知るや情け容赦なくこれをふるい落とし殲滅して取り除く勢力には、官の機構のほか、多数の民間団体などがあるとする（張 22）。こうしたアメリカのシステムが張にとって理想像となっているのは明らかだ。

さらに以下のように続ける。

米国資本市場の最高監督管理機構である SEC そして会計の最高監督管理機構である PCAOB は、中国の米国上場企業についての調査を進める 2 つの核心組織だ。分担に従い、SEC 傘下の執行法規部と企業財務部は、中国企業における会計規則違反問題に絞った調査を行い、PCAOB は、借殻上市問題の核心といえる、会計士により厳格な監査が進められているか、米国会計士が外国での監査を自身で行っているか、さらには、中国国内の会計機構が虚偽報告行為の存在を認めるかどうかについて調査している。知るところでは調査は既に一定の成果を上げている。なお飛騰、柯邦宁など 4 つの小型会計事務所が PCAOB の重点調査対象となっている（張 22）。

今回、米国の議会は中国企業を銃撃する機会を探し当てた。知るところでは米国下院は、関連機関に対して中国企業の上場問題についての材料を急いで集めることを求めており、可能であれば、中国企業の会計問題について専門の公聴会を開く予定だ（張 22）。

集団訴訟は囲まれて狩りの対象となった中国企業を追い詰める、強大な追加兵力となる。集団訴訟とは、一人あるいは複数人が、ある集団成員の共同利益のために、その集団を代表して訴訟を提起するものである。米国で上場してい

る国の多くが集団訴訟の相手国となっている。この訴訟相手国で中国はトップである。訴訟理由としては、中国企業の株式募集にあたっての文書が粉飾情報を含んでいる、あるいは IPO 後に出された財務報告と募集説明書との間で著しい異同があるなどが主要なものである（張 22-23）。

次に張は、米国で「株式市場の禿鷲」と呼ばれる法律事務所が集団訴訟で重要な役割を演じているとしている。

米国の法律事務所のなかには、上場時の株式募集の文書を専門に研究するものがある。問題が発見されると彼らはただちに投資家に通知し訴訟に向かって動き始める。これらの市場の禿鷲の目的はまさに利益だけである。集団訴訟における弁護士の代理費は勝訴の賠償額の 30% を占めることがある。そこで弁護士は喜んで訴訟代理人になる（張 23）。

つぎに中国企業に対する民間独立調査機関が行う攻撃は同様に軽視されるべきでないとして、民間の調査機関の役割を論じている。このような公衆による監督を米国の証券取引所は歓迎しているとする。そしてその攻撃目標はしばしばとても正確で、最近では上海双金から東方紙業などの中国企業の財務粉飾醜聞の噴出は、すべて独立調査機関が提起したものだ。加えてこれらの機関は「強力な売り」評価を作り出し、中国の関連する上場企業の株価を大幅に下落させたとまとめている（張 23）。

#### 14. 自己批判して行動をただす必要がある（反省中修正自我）

最後に張 (2011) は反省の弁を述べる。ここでの反省の姿勢は、冷静かつ謙虚である。

まず冒頭で、ニューヨーク取引所とナスダックで誠信危機に遭遇した中国企業については、ただ深く反省し真面目に誤りを正すことで、最終的に自身を立ち直らせる（救贖 jiu4shu2）ことができるとする。

そして以下のように続ける。

中国企業は思考方法の食い違い（偏差）を認識して正すべきだ。国内上場企業の入口基準が高いことに慣らされた考えの影響もあり、多くの企業は米国で上場するには中国本土と同様に利潤基準を必ず満たさなければならないと考えて、実際には損失がでているものを利益が出ている帳面にするとといった粉飾に至ってしまった。実際には損失企業の上場を米国の法律は認めている。米国の

ネットバブルが破裂する前，上場していた国内3大ネットサイトは当時いずれも利益が出ていなかった。百度はナスダックに直近4半期の純利益がわずかに30万米ドルとして登録している。昨年上場した当当網（網）は，直前9月の純利潤はわずかに1,600万元だったとしたが，このような企業のいずれも米国の投資家の熱い歓迎を受けた。だから米国市場におもむく中国企業は実際の数値を用いるべきである（張23）。

第二に中国企業は，粉飾を隠したり，金銭をごまかそうとする悪習を根絶するべきだ。虚偽報告（虚報瞒报）や行き過ぎた過剰包装などの財務粉飾行為は，米国の監督機構が中国企業に対し必ず疑ってくるポイントだ。この点に関しては国内資本市場では標準でない活動が高度に関係している。中国の資本市場ではインサイダー取引や上場にあたっての粉飾は驚くことではない（司空見慣），そして暗黙の理解で規則逃れをしてウソをついて上場企業となっている。制度面をみると，中国の監督管理層の情報偽造者への懲罰力はかなり軽い。規則を破る利益が規則を破るコストをはるかに上回っている。その結果，企業はかような悪習を身に帯びたまま米国資本市場に入り，ついには悲惨な代償を支払うことになった（張23）。

第三に中国企業は，米国資本市場の監督管理規則を熟知するべきだ。米国は入口を広くそのあとは厳しい資本市場監督モデルを採用している。このモデルの鍵（核心）は，企業上場についての門の敷居は高くないが，上場後の企業活動への要求＝規則は相当に厳しいことにある。（たとえば）ナスダック市場では，企業予測情報と実際の結果との比較で，上下5%の変動が許されるだけで，つまり10%の誤差を超えると，監督する関係機構は，すぐに「警告」を発出される（張23）。

第四に中国企業は，控訴という法律上の武器を手にとって応戦するべきだ。目下のところ新浪や网易など国内著名（知名）企業ですら，ただ被告席に座らされているだけだ。中国企業は訴訟に遭遇したとき，必ず有力な弁護士集団を招いて積極的に応戦するべきだ。米国では，証券の集団訴訟は民事案件とされ，訴えられている中国企業が刑事で罪を問われることはない。中国企業が訴訟の棄却に成功することは，企業イメージの再生にも有利だ（張23）。

最後に中国企業は資本操作（動作＝运作）の幻想から覚めるべきだ。着実な実企業を目指すべきだ（踏踏实实做实企业）。优酷网や当当网を含めて，米国上

場初日の株価がすべて大幅に上昇し、そのあと下落が持続したこと自体が問題だ。米国の投資家が、「中国概念」股に対して、明らかに非理性的な期待を抱いていたことは確かだ。しかし（利益獲得モデルが成熟していない、大きな損失があるなどの）病を抱えたまま上場することでは、業績の安定かつ持続した向上はむづかしい。そうした状況で、株価の重ねての上昇は、企業の真実価値を表すものではない。重要なことは2010年以来、米国上場中国企業の株価収益率は明らかに水膨れして、株価バブルが一定程度存在していたことである。バブルの存在が企業の管理層に資本操作の未来幻想をいとも容易に拡大させ、中国企業の戦略を誤らせた。実際のところ、米国証券市場に進入した中国企業に求められるのは、資本操作ではなく、誠実な心と態度、新たなビジネスモデル、強大な利潤獲得能力である。さもなければ米国に上場することは、鏡に映る花、水に映る月、一片の浮雲のごとく束の間の幻想（鏡花水月、浮雲一片）に過ぎない（張23）。

## 2. ムーディズのレポートから読み取る中国企業の特徴

第2節で紹介するのは、中国概念股問題がピークに達したとき、すなわち2011年7月11日付けで発表され、大きな反響を引き起こしたレポートである。

格付会社 Moody's Investors Service は、2011年7月11日に「新興国市場企業に対する赤旗（退場命令）：中国企業について」（Red Flags for Emerging-Market Companies: A Focus on China）と題した報告書を公表した。このレポートは発表されるやたちまち大きな反響を引き起こした。というのも中国概念股問題で中国企業の財務面での信頼性が揺らぐ中で、権威ある格付け機関の一つであるムーディズ社が、複数の中国企業について実名を挙げて、企業ガバナンスやビジネスモデルの観点などから赤旗を掲げるという内容だったからである。

しかし、中国概念股問題の対象が基本的にはアメリカ市場で上場している「中国企業」だったことと対比すると、ムーディズ社が取り上げたのは、香港上場の中国企業であり、論じる対象がそもそも違っている。すなわちこちらのレポートで詳しく分析されたのは、ムーディズ社が格付けを行っている中国企業で非金融企業の61社のなかでも High Yield つまり Non Investment Grade の49社である（表21）。

企業名が判明する（このレポートが詳しく分析している）High Yield もの 49 社について調べたところ、ほとんどは香港上場企業であった（表 2 3 と表 2 5）。したがって、この赤旗は、香港上場の非投資格付けの中国企業に対して掲げられたものであって、中国企業一般の問題とも、あるいは中国概念股問題とも、厳密に言えば区別すべき事柄である。

しかし参考になる点も散見される。まず不明分を除けば全ての銘柄が租税回避地に登記している（表 2 3 および表 2 5）。業種は、Non-Property では、情報技術系企業など NYSE 上場中国企業で多く見られる企業（詳細は後述）は存在しない一方、不動産開発（property）銘柄が過半を占めていた。property 企業（中国語では地産企業）が 26 社で、49 社の過半を占めていた。なお 49 銘柄の企業規模は、時価総額でみると、後述する中国概念股に比べて規模が大きいと判断されるが、これはムーディズの格付けを受けた企業という段階で一定以上の大きさの企業に絞り込まれたためかもしれない。

さらに、2 つの点を指摘できる。第一点は家族所有の集中が顕著であることである（表 2 8）。それから 第二点としては、資産や収入が 3 年のうちに倍になるといった急速な成長戦略がとられており（表 2 10）、それに伴い資金流出（投資）が大きいという点である（その結果、営業 CF の水準は減価償却を考慮すると十分でない）。おそらくこれらの点は、中国企業全体に視野を広げたときにも共通してでてくることが期待される（検証は今後の課題としたい）。そしてこれらの点は、企業的意思決定に大きく影響する。

また、租税回避地での登記が、海外に上場するような中国企業にとっては、一般的と思われことも示唆する資料である点を再度指摘しておきたい（税金の問題のほか、企業を国内企業から海外企業に変化させること、経営者の資産の海外への移動の問題、政府の監督統制を逃れる問題などが絡んでいると思われる。中国から海外への資産の移動の問題は中国経済を分析する上で極めて重要な論点である。莉雅（2013）を参照せよ。）。このような「ニセ外貨化」そのものが、中国企業が海外に上場拠点を求める動機の一つなのではないかと私は考えている。

中国概念股の危機はなぜ生じたのか

表 2 1 ムーディーズのレポートの調査対象である同社が格付けをした中国企業の分類

	Non-property Issuers	Property Issuers	Total
Investment Grade	9	3	12
High Yield	23	26	49
Total	32	29	61

注) Moody's (2011) 4 (Figure 4) を組み換えて簡略化

表 2 2 赤旗と上場継続・廃止の関係について

Number of Flags	Outlook	英文略社名		上場についての注記
12	Negative	China Forestry	0930. HK	2006年に前身企業が上場廃止
12	Stable	West Cina Cement	2230. HK	上場継続中
11	Stable	Winsay	1233. HK	上場継続中
10	Negative	China Lumena	0067. HK	上場継続中
9	Stable	LDK Solar		NYSEで上場継続中
9	Stable	Hidili	1393. HK	上場継続中
9	Stable	Giti Tire		上海で上場継続中
8	Stable	E-LandFashion		香港への上場準備中 韓国系か
8	Stable	China Fishery		シンガポールで上場継続中
8	Stable	China Qinfa	0866. HK	上場継続中
7	Negative	China Oriental	0581. HK	上場継続中
7	Stable	CITIC Pacific	0267. HK	上場継続中
7	Stable	Fosun	0656. HK	上場継続中
7		<b>Sino Forest</b>		<b>トロント証取で上場廃止 20120512</b>
7	Stable	CITIC Resources	1205. HK	上場継続中
6	Stable	<b>Chaoda</b>	<b>0682. HK</b>	<b>不正発覚 取引停止 20110926</b>
6	Stable	China Liansu	2128. HK	上場継続中
6	Stable	China Automatic	0569. HK	上場継続中
6	Stable	Lonking	3339. HK	上場継続中
6	Stable	<b>Global Dairy</b>	<b>1007. HK</b>	<b>社名変更後 20120323 取引停止</b>
5	Stable	China Glass	3300. HK	上場継続中
4	Stable	Texhong Textile	2678. HK	上場継続中
3	Stable	Parkson Retail	3368. HK	上場継続中

注) レポート対象企業の2013年3月12日現在の状況 福光による調査。

経済研究所研究報告（2013）

表 2 3 Non-property かつ High Yield の23銘柄の明細（時価総額順）

	社名英語略記	華文略記	上場場所など	時価	登記地
1	CITIC Pacific	中信泰富	香港 267. HK	39.34B 5.1B	香港
2	Fosun	复星国际	香港 656. HK	32.88B 4.2B	香港
3	China Liansu	中国联塑	香港 2128. HK	17.16B 2.2B	ケイマン
4	<b>Parkson Retail</b>	百盛商业	香港 3368. HK	14.36B 1.9B	ケイマン
5	China Lumena	旭日高新材料	香港 67. HK	10.2B 1.3B	ケイマン
6	Lonking	中国龙工	香港 3339. HK	8.77B 1.1B	ケイマン
7	CITIC Resources	中信资源	香港 1205. HK	8.65B 1.1B	バミューダ
8	Texhong Textile	天虹纺织	香港 2678. HK	6.74B 0.9B	ケイマン
9	West China Cement	西部水泥	香港 2233. HK	6.54B 0.8B	ジャージ
10	<b>China Oriental</b>	东方集团	香港 581. HK	4.75B 0.6B	バミューダ
11	Hidili	恒鼎实业	香港 1393. HK	4.38B 0.6B	ケイマン
12	Winsway	永晖焦煤	香港 1733. HK	4.188B 0.5B	バージン
13	China Qinfa	中国秦发	香港 866. HK	2.10B 0.3B	ケイマン
14	China Automatic	中国自动化	香港 569. HK	2.07B 0.3B	ケイマン
15	China Glass	中国玻璃	香港 3300. HK	1.97B 0.3B	バミューダ
16	LDK Solar	未調査	NYSE	0.2B	不明
17	<b>Chaoda</b>	超大现代	香港 682. HK	<b>上場廃止</b>	ケイマン
18	Sino Forest	喜汉林业	トロント	<b>上場廃止</b>	不明
19	E-Land Fashion	衣恋集团	未上場	今後上場	不明
20	China Fishery	未調査	シンガポール	換算せず	不明
21	Global Dairy	大庆乳业	香港 1007. HK	<b>上場廃止</b>	ケイマン
22	Giti Tire	佳通轮胎	上海	換算せず	不明
23	China Forestry	中国森林	香港 0930. HK	取引停止中	ケイマン

注) 以上のうち E-Land Fashion は韓国系企業の中国進出成功例として著名なもの。上場場所や時価の数値は2013年3月11日現在の現況。前半が HK ドル。後半は 1米ドル=7.75HK ドルとして換算した概算値。福光調査。

表 2 4 Non-property 23社の登記地別 時価総額別のクロス集計

登記地	不明	0.1B 以上 0.5B 未満	0.5B 以上 1B 未満	1B 以上 2B 未満	2B 以上	小計
ケイマン	3	2	2	3	1	11
バミューダ		1	1	1		3
バージン			1			1
ジャージ			1			1
香港					2	2
不明	4	1				5
小計	7	4	5	4	3	23

注) 時価総額は USD に換算した数値による。表 1 3 から福光が作成。



中国概念股の危機はなぜ生じたのか

表 2 5 Property (不動産開発) かつ High Yield の26銘柄の明細

	社名英語略記	華文略記	上場場所など	時価	登記地
1	Country Garden	碧桂园	香港 2007. HK	70.37B 9.1B	ケイマン
2	Longfor	龙湖地产	香港 960. HK	69.84B 9.0B	ケイマン
3	Evergrande	恒大地产	香港 3333. HK	56.90B 7.5B	ケイマン
4	Shimao	世茂地产	香港 813. HK	48.55B 6.4B	ケイマン
5	Agile	雅居樂	香港 3383. HK	32.63B 4.2B	ケイマン
6	Greentown	绿色中国	香港 3900. HK	28.84B 3.7B	ケイマン
7	KWG	合景泰富	香港 1813. HK	13.94B 1.8B	ケイマン
8	Renhe	仁和商业	香港 1387. HK	11.84B 1.5B	ケイマン
9	Kaisa	佳兆业	香港 1638. HK	10.99B 1.5B	ケイマン
10	Glorious	恒盛地产	香港 845. HK	10.60B 1.4B	ケイマン
11	China South City	华南城	香港 1688. HK	7.87B 1.0B	香港
12	<b>Powerlong</b>	宝龙地产	香港 1238. HK	7.57B 1.0B	ケイマン
13	Shanghai Ind.Urb.	上成开发	香港 563. HK	7.51B 1.0B	バミューダ
14	Central China	建业地产	香港 832. HK	5.96B 0.8B	ケイマン
15	Fantasia	花样年	香港 1779. HK	5.88B 0.8B	ケイマン
16	Road King	路劲地产	香港 1058. HK	5.26B 0.7B	バミューダ
17	China SCE	中骏置产	香港 1655. HK	5.14B 0.7B	ケイマン
18	Lai Fung	丽豊控股	香港 1125. HK	3.48B 0.4B	ケイマン
19	SPG Land	盛高置地	香港 337. HK	3.13B 0.4B	ケイマン
20	Zhong An	眾安房产	香港 627. HK	3.03B 0.4B	ケイマン
21	Shanghai Zendai	上海证大	香港 755. HK	1.99B 0.3B	バミューダ
22	SRE Group	上海置业	香港 1207. HK	1.81B 0.2B	バミューダ
23	Costal Greeland	沿海家园	香港 1124. HK	1.51B 0.2B	バミューダ
24	<b>Yanlord</b>	仁恒置地	上海	換算せず	不明
25	Hopson	合成創展	フランクフルト	換算せず	不明
26	Yuzhou	禹洲地产	フランクフルト	換算せず	不明

注) 上場場所や時価の数値は 2013 年 3 月 11 日現在の現況。前半が HK ドル。後半は 1 米ドル = 7.75HK ドルとして換算した概算値。福光調査。

表 2 6 Property 26 社の登記地別 時価総額別のクロス集計

登記地	不明	0.1B 以上 0.5B 未満	0.5B 以上 1B 未満	1B 以上 2B 未満	2B 以上	小計
ケイマン		3	3	5	6	17
バミューダ		3	1	1		5
香港				1		1
不明	3					3
小計	3	6	4	7	6	26

注) 時価総額は USD に換算した数値による。表 2 5 から福光が作成。

経済研究所研究報告（2013）

表 2 7 香港取引所の上場企業業種分類（2008年6月末現在）

	2007 200806(1) 新規上場社数	構成比 各/小計	200806末(2) 全上場社数	構成比 各/小計	(1)/(2) 新規上場比率
工業	15	14%	116	9%	13%
公務	2	2%	21	2%	10%
不動産開発	13	12%	167	13%	8%
サービス	17	16%	194	15%	9%
金融	5	5%	104	8%	5%
原材料	13	12%	84	7%	15%
消費	25	24%	336	27%	7%
エネルギー -	5	5%	28	2%	18%
情報	8	8%	159	13%	5%
電信	2	2%	18	1%	11%
総合	1	1%	27	2%	4%
小計	106	100%	1,254	100%	8%

注) 黄玉娟(2008)60-61(図1図3)を組み換え,構成比などを算出。

表 2 8 コーポレート・ガバナンスについての6項目

	Non-Property		Property		Total	
<b>家族所有 主要なものが30%超</b>	<b>18/23</b>	<b>78%</b>	<b>25/26</b>	<b>96%</b>	<b>43/49</b>	<b>88%</b>
上場後3年以下	8/23	35%	10/26	38%	18/49	37%
過去3年内のCEO/CFOの交代	3/23	13%	10/26	38%	13/49	27%
主要株主自身の個人事業あり	7/23	30%	6/26	23%	13/49	27%
大きな関係者取引 売上の10%超等	2/23	9%	1/26	4%	3/49	6%
開業後7年以下	3/23	13%	0/26	0%	3/49	6%

注) Moody's(2011)8(Figure 3)を簡略化。上位項目順に改編。過去3年以内(以下同じ)。

表 2 9 ビジネスモデルについての3項目

	Non-Property		Property		Total	
EBITDA /売上高 40%より大きい	8/23	35%	11/26	42%	19/49	39%
上位5顧客の対収入比率 >30%	10/23	43%	1/26	4%	11/49	22%
非統合JVへの依存 30%超など	4/23	17%	3/26	12%	7/49	14%

注) Moody's(2011)9(Figure 4)を簡略化。上位項目順に改編

中国概念股の危機はなぜ生じたのか

表 2 10 成長戦略についての3項目

	Non-Property		Property		Total	
資産あるいは収入が3年内で倍	17/23	74%	24/26	92%	41/49	84%
マイナスのFCF > 営業CFの50%	17/23	74%	26/26	100%	43/49	88%
無形資産比率が25%超	0/23		0/23		0/29	

注) Moody's (2011) 10 (Figure 5) を簡略化。

表 2 11 収入とキャッシュフローの質

	Non-Property	
OCF < net income 本来は OCF > net income となるべき	21/23	91%
Working capital の構成各要素いずれかが20%以上変動	21/23	91%
工場機械価値 / 収入 が20%以上変動	16/23	70%
会計的利益に占める税金の比率が10%未滿	12/23	52%

注) Moody's (2011) 11 (Figure 7) を簡略化。

表 2 12 監査人・財務報告書についての4項目

	Non-Property		Property		Total	
監査人の変更	1/23		3/29		4/49	
署名監査人が主業務地に所在しない	3/23		1/29		4/49	
過去3年以内の監査証明の遅延	1/23		0/29		1/49	
監査人による財務報告認証の有無	1/23		0/29		1/49	

注) Moody's (2011) 12 (Figure 8) を簡略化。

表 2 13 リスクの特徴の出現頻度

頻度	特 徴	事 例
11	同業者に比べ極端に高い粗利益率	中国新博潤 中国高速传媒 德尔集团
10	SEC に提出された資料と官庁あるいは税部門に出された資料間の不一致	绿诺国际 哈尔滨电气 东方纸业 多元水务
8	隠された関係者取引の存在あるいは関係者取引への過度の依存	新泰辉煌 嘉汉林业 中国阀门 多元水务
8	主要株主と経営者との間の株式取引が疑われること	新泰辉煌 美国超导 东南融通
8	無名あるいは評判のよくない会計事務所を使用	绿诺国际 哈尔滨电气 中国阀门
7	経営者の誠実性に疑いがあること	绿诺国际 泰诺斯贸源 新华财经 银泉科技
7	会計事務所あるいは会計責任者 CFO の変更	绿诺国际 嘉汉林业 中国生物 新泰辉煌
5	ブローカー経由の売り上げが過度であること	多元水务 嘉汉林业 东南融通
4	複雑で理解しがたいビジネスの進め方や会社の組織	多元水务 嘉汉林业
3	極端に低い価格での株価売出	中国新博潤 泰诺斯贸源

注) 陈・刘 (2012) 68 (表 1) 事例の企業名は見やすいように順番を入れ替えた。この表は、2つの調査会社が中国概念股の問題企業を発掘するにあたり、手掛かりとした特徴を2社のレポートから、まとめたものである。

### 3. 改めて中国概念股とは何かを考える

#### 3.1. 中国概念股についての仮説

福光(2013)では、中国概念股を、中国国内に主要収入源があるが中国国外で上場している中国企業の股票(株券)と定義した(福光(2013)60)。

概念股とはある種の含意(内涵 nei4han2)を持った株券(股票)のことであり、しばしば市場投機の対象となる事柄の名称を冠して概念股という。例示としては、金融股(銀行株など金融機関株)、地产股(不動産開発株)、资产重组股(買収など組織再編株)。中国概念股は、中国という言葉の含意を持った株の意味である。

現在(2013年3月10日現在)、百度百科(英語の世界における Wikipedia に対応する中国語サイト)は、中国概念股について、外国資本が「中国経済の成長を強気に見て」海外上場の中国企業株をこのように名付けたものであるとともに、「作り出されたウソを信じさせるために」中国概念股と称したのものである、としている(百度百科の「概念股」「中国概念股」などの説明による)。中国概念股の中には中国××といった企業名を冠したものも多い。中国というイメージで売り出されている株だという言い方も、成立するだろう。ということは売り出す相手は、外国人あるいは外国に居住する投資家である。そしてその市場は、中国から見て外国にある市場ということになる。

営業の実態というか、収入の源が中国にあるということ。したがって中国経済の発展とともに成長する企業であり、株だということ。こういう形式と中国というイメージによって、中国の内部事情がよく分からない外国人投資家によって、実態がよく分からないまま「成長株」のロジックで買われてゆく(=現時点であまり利益がでていなくても、あるいは株価収益率が上がって過大であってもなお買いが入る)のが中国株、なかでもとくに中国概念株なのではないか。

だとすると中国の国内市場で中国人相手に売られている株は、中国概念股にはならない。中国の会社の株全体が「中国概念股」を構成するわけではなく、海外で上場され中国というイメージで「外国人」相手に売買されているのが中国概念股ではないか。つまり第一義的には海外で上場されている中国株が、中国概念股だとすべきだ。

中国と海外の両方で上場している場合をどう見るか。海外で上場しているから広義にはこれを中国概念株としてもいいが、たとえば上海でも NYSE でも上場している中国株は、基本的には(取引量の多い)上海の株である。それを中国概念股とは言わない方がよいのではないか。つまり中国の投資家は、中国というイメージで中国株を買うわけではない。狭義には、上海で上場しているもの(上海と重複上場の中国株)は、中国概念股から外すべきと考える。

登記場所はもちろん別の問題で、中国株の定義は収入のベースが中国にあるということでもよい。第2節で検討した結果が示すように、もとは中国で登記した会社であっても、上場の機会にバミューダやケイマンなど租税回避地に親会社を設立登記する企業は少なくない(このように海外を経由して、国内企業を支配する形 round tripping が好まれる)。

この問題については、かつては海外に親会社をつくり、外資化することで、外資として税制の優遇が受かれるという税制面でのメリットが知られていた(増田(2007))。しかしこの税制面については2008年1月から内外企業の税率の統合がスタートして、2012年1月には税率が一本化されている(何(2008))。

したがってこの税制問題だけなら、2012年には海外に登記する動機は解消されている(とはいえ現在、選別的な外資誘致戦略がとられており、西部地域やハイテク産業については、内外企業の扱いの平等化を進めつつ、一定の条件のもとに優遇税率自体は継続している(佐野(2010) 佐野(2012))。

ただ税制における外資優遇問題の比重は小さくなったが、親会社を租税回避地に登記する意図は、この税金以外にもあるだろう(李(2011)は政府の統制を逃れるという表現をしている)。たとえば海外に会社を登記設立してそこに資産に移動することにあることは、資産保全になると考えられる。若干の推測を許されたいが、「ニセ外資化」には、政治的な変動を考慮した資産保全の面があるのではないか(参照 莉雅(2013) 197-217, esp., 214, 210, 216)。

### 3.2. インターネット上の資料との照合

ネット上には実は中国概念股という形で銘柄を挙げている中国語サイトは、沢山ある。ここでは Google の「中国概念股」検索で引っかったものを順に4つ取り上げ、銘柄レベルで中国概念股という言葉で、具体的に名前の挙がる銘柄を検討した。

小稿末の参考文献での引用文献が示すように、米国の3大取引所（NYSE AMEX NASDAQ を指す）に上場される中国概念股の数は、ピーク時点の2010年末で260弱程度にまで拡大。その後、概念股問題を経て50弱が市場から撤退。210程度まで縮小したとされている。

こうした理解に対して、2013年4月5日取引終了時点で「東方財富網」が示す中国概念股銘柄数は227で、数からみてこれが一般的に指摘される中国概念股を包含していると思われる。

そのほか「中国金融界」（以下「金融界」）における中国概念股の数は196。「鳳凰網」が82。「新浪網」は72である。ただし「鳳凰網」は、すでに上場廃止されている15銘柄の掲載を続けている。これが本来削除すべきだとすれば、鳳凰網は67銘柄を掲載するのみである（表3 2 1）。

4つのサイトに共通することは、アメリカ株（美株）の中に中国概念股という小区分を設けていることである。つまりインターネットの中の世界では、中国概念股とは、まずアメリカ株の中の区分であることがはっきりしている。サイト間ごとの中国概念股として掲げる銘柄を、取引所別に整理した結果が表3 2 1である。

この2011年春を中心に中国概念股の減少が伝えられたが、現在の状況も調べた。短期間であるが観察結果を表3 2 2に掲げる。これによればNYSEの

表3 2 1 ネットサイト上で中国概念股とされる銘柄数のサイト間比較

	東方財富網	金融界	新浪網	鳳凰網 1	鳳凰網 2
NYSE	79	51	16	46	40
AMEX	12	11	0	0	0
NASDAQ	125	133	48	36	26
OTC	3	0	3	0	0
PINK	8	1	5	0	0
Total	227	196	72	82	67

注) 調査時点は2013年4月5日取引終了時点。「東方財富網」と「金融界」とを比べるとNYSEのところが財富網は膨らんでいる。他方、NASDAQでは「金融界」の方が銘柄数は多い。両者とも国営企業で上海上場のものを外している。しかし財富網は民間企業については、上海に重複上場されているものを概念股に採用しているように見える（事例：上石化、中石化、中国联通などいずれもNYSE銘柄）。また臺灣銘柄2社を入れている（NYSEでは臺積電TSM。またNASDAQでは晶品SPIL）。「鳳凰網」については2011年から2012年にかけて生じた上場廃止が反映されていない（鳳凰網1）。上場廃止銘柄を控除したものを「鳳凰網2」として掲げる。ちなみに、2013年3月に会社更生法の適用を申請して認められた太陽電池世界最大手の尚徳電力の場合、2005年12月にNYSEに上場。有名企業だが金融界と東方財富網は掲載するが、新浪網と鳳凰網にその名前はない。

中国概念股の危機はなぜ生じたのか

表 3 2 2 中国金融界にみる中国概念股社数の推移

データ更新日	2013/01/14(1)	2013/03/08	2013/04/05(2)	(1)-(2)
NYSE	54	52	51	3
AMEX	9	9	11	+2
NASDAQ	131	130	133	+2
PINK SHEET	1	1	1	0
TOTAL	195	192	196	+1

注) 各掲載日に福光が <http://usstock.jrj.com.cn/stocktrade> を見て作成。これによると NYSE での縮小傾向は続いている。そのほかの市場では、わずかであるが、増加の兆しが見える。なお新浪财经中国でも、同一期間、推移を観察したが、こちらは変化がなかった。表 3 2 1 で示したように中国金融界は NYSE の社数では东方财富網より少ないが、NASDAQ では东方财富網より多いといった特徴がある。

表 3 2 3 中国金融界「中国概念股」196社の産業別内訳

業種	社数			構成比率
工業	12			6.1%
金融不動産	8			4.1
医療保険	19			9.7
日常消費品	14			7.1
エネルギー	25			12.8
原材料	22			11.2
情報技術	67	インターネット 2	ネットゲーム 1	小計 70 35.7
非日常消費商品	27			13.8

注) 2013年4月5日の分で「中国金融界」による分類。日本語訳は福光によるもの。香港銘柄(表2.7)の構成比と比較しやすいように順番を入れ替えるなどの工夫をした。

減少傾向は止まっていないが、その他の市場では、ようやく反転増加の傾向がある。

### 3.3. NYSE 上場銘柄についての分析

サイト間の数の違いがなぜ生じるかを、NYSE 上場分について、検討してみる(作業は2013年4月5日取引終了時点で行った)。

まず东方财富網は、重複上場のものも、つまり上海や香港などで上場しているものも、NYSE で上場していれば、中国概念股に含めている。その結果、NYSE の数が増えている。これに対して、中国金融界や新浪财经は、上海で重複上場しているものを、中国概念股から外している。鳳凰網は重複上場のものの一部を削除、一部を含めている(表3.3.1)。

このように、中国概念股については、アメリカで単独上場に限るか、アメリカのほか香港や上海に重複上場していても中国概念股とするか、2つの考え方がある。中国概念股の広義と狭義というように理解できる。

東方財富網が幅広く中国株を拾っているとすれば、私は中国金融界や新浪財經のように中国概念股の数を少なく示すサイトは、狭義の中国概念股の特徴をより明確に示していると考ええる。

東方財富網のように、ともかくアメリカで上場している中国株という示し方や定義の仕方が確かに一つある。

しかし、アメリカで単独上場のものという絞り方(表3.3.1)は中国概念股の内容をより明確にしている。その理由付けは3.1で述べたが、繰り返すなら中国概念股というのは外国人投資家に向けて売り出され売買されている中国株を指しており、上海でも売買される中国概念股というのは、私の考えでは形容矛盾であるからだ。

このほか業種の偏り問題からみた特徴がある。2013年3月8日取引終了時点で、新浪財經と中国金融界の銘柄レベルで検討した。まず両者が共通して中国概念股とするのは表3.3.2の13社であった。この13社はおそらく中国概念股らしいとはどういうことかを強く示すはず。登記地、PER、負債比率をチェックしたのが表3.3.3である。登記地はすべて租税逃避地で大半がケイマン。

新浪財經が単独で中国概念股とするのは3社(表3.3.4)。中国金融界が単独で中国概念股とするのは39社(表3.3.5)。中国金融界についての総括表が表3.3.6である。

全体の特徴としては、まず時価総額から見て規模が小さいものが多いこと(中国概念股問題で株価が崩れたあとだが時価総額で10億ドル未満が多いこと)、業種的には、情報技術、非日常的消費、エネルギーなどへの偏りが見られること。などを主張できる(表3.2.3,表3.3.5,表3.3.6)。

両サイトとも、情報技術というつまりIT系企業という偏りが特徴になっている。

一部の重複上場企業を省くと、アメリカでの単独上場に加えて、「新興国」中国の、その中でも情報技術系という、伸び盛りを絵に描いたような企業群というのが、中国概念股の重要なイメージであることが伺える。



中国概念股の危機はなぜ生じたのか

表 3 3 1 上海重複上場企業について中国概念股としての掲載の有無（例示）

	東方財富網	金融界	新浪網	鳳凰網
中国石油：PTR	あり	なし	なし	なし
中石化：SNP	あり	なし	なし	あり
中国人寿：LFC	あり	なし	なし	あり

注）調査時点は2013年4月5日取引終了時点。時価総額上位企業（表113）でいずれも上海とNYSEに重複上場。

表 3 3 2 中国金融界と新浪財經がともに中国概念股に分類する NYSE 銘柄

企業名	業種	時価総額	企業名	業種	時価総額
奇虎 360	情報技術	3.783B	当当网	情報技術	0.317B
优酷	情報技術	2.920B	鳳凰新媒体	情報技術	0.312B
搜房	不動産	1.989B	软通动力	情報技術	0.312B
巨人网路	情報技術	1.558B	淘米	情報技術	0.145B
唯品会	電子商務	1.233B	永新視博	情報技術	0.111B
人人	情報技術	1.155B	柯莱特	情報技術	0.069B
网泰	情報技術	0.478B			

注）数字は時価総額（2013年3月8日現在 単位はドルと考えられる）。業種表示は福光訳出。搜房は情報技術から不動産に分類を福光が変更した。

表 3 3 3 表 3 3 2 掲載企業への追加調査

企業名	登記地	PER	負債比率	企業名	登記地	PER	負債比率
奇虎 360	ケイマン	35.65 倍	13.31%	当当网	ケイマン	(4.31)	74.33%
优酷	ケイマン	(31.86)	13.78	鳳凰新媒体	ケイマン	19.95	19.41
搜房	ケイマン	12.44	83.85	软通动力	ケイマン	7.23	24.27
巨人网路	ケイマン	7.23	23.95	淘米	ケイマン	14.72	22.27
唯品会	ケイマン	(787.00)	71.72	永新視博	ケイマン	15.08	14.65
人人	ケイマン	(13.80)	7.17	柯莱特	バージン	(2.57)	23.79
网泰	ケイマン	12.95	12.05				

注）表332掲載企業についての追加調査（2013年4月7日実施）。「网易财经」と呼ばれるサイトで行った。PERは2013年4月5日終値（16：00）。負債比率は2012年9月30日付け資産負債表から福光が算出した。調査時点で2012年12月31日付け資産負債表が出ているのは以下の3銘柄でその負債比率は括弧内の通り。奇虎360（30.63%）、巨人网路（24.63%）、永新視博（57.53%）。

表 3 3 4 新浪財經が中国概念股に分類するが中国金融界には示されていない NYSE 企業

企業名	業種	時価総額	企業名	業種	時価総額
中芯国际	半導体	1.626B	橡果国际	ネット通販	0.045B
南太电子	電子産業	0.617B			

注）業種表示は福光の訳出

経済研究所研究報告（2013）

表3 3 5 中国金融界が中国概念股に分類するが新浪財經には示されていない NYSE 企業

深圳迈瑞	医薬医療関係	4.495B	正保远程教育	非日常消費品	0.168B
新东方	非日常消費品	2.419B	尚华医药	医薬医療関係	0.166B
药明康德	医薬医療関係	1.242B	明阴风电	エネルギー	0.166B
学而思	非日常消費品	0.706B	晶科能源	エネルギー	0.162B
7天	非日常消費品	0.669B	海王星辰	日常消費品	0.160B
希尔威	原材料	0.647B	正兴集团	非日常消費品	0.158B
玉柴国际	非日常消費品	0.589B	中华水电	エネルギー	0.103B
易居中国	不動産開発金融	0.557B	思源	不動産開発金融	0.096B
诺亚财富	不動産開発金融	0.455B	中国绿色农业	原材料	0.093B
先声药业	医薬医療関係	0.424B	左岸	非日常消費品	0.082B
英利绿色能源	エネルギー	0.393B	希尼亚	非日常消費品	0.076B
天合光能	エネルギー	0.298B	大全新能源	エネルギー	0.066B
尚德电力	エネルギー	0.228B	华奥物种	日常消費品	0.063B
昱耀阳光	エネルギー	0.202B	WSP 控股	エネルギー	0.062B
塞维 LDK	エネルギー	0.202B	通用钢铁	原材料	0.061B
中国脐带血库	医薬医療関係	0.201B	诺亚舟	非日常消費品	0.059B
学大教育	非日常消費品	0.198B	联拓集团	非日常消費品	0.035B
乡村基	非日常消費品	0.193B	21世紀不动产	不動産開発金融	0.034B
泰和诚医疗	医薬医療関係	0.191B	旅程天下	情報技術	0.007B
鑫苑置业	不動産開発金融	0.171B			

注）福光作成。数字は時価総額（2013年3月8日現在 単位はドルと考えられる）。業種表示は福光訳出。

表3 3 6 中国金融界が中国概念股とする NYSE 上場企業の業種・時価総額クロス分類

	0.1B 未満	0.1B 以上 0.5B 未満	0.5B 以上 1B 未満	1B 以上 2B 未満	2B 以上	小計
情報技術	2	6	0	3	2	13
医薬医療関係	0	4	0	1	1	6
非日常消費品	4	4	3	0	1	12
原材料	2	0	1	0	0	3
不動産開発金融	2	2	1	1	0	6
エネルギー	2	8	0	0	0	10
日常消費品	1	1	0	0	0	2
	13	25	5	5	4	52

注）表3 3 1 および表3 3 4 より作成。唯品会はこの表では情報技術に分類した。時価総額は2013年3月8日終値（米ドル表示）による。なお表1 1 1 でみた広深鐵路は現在も NYSE 上場だが中国金融界も新浪も中国概念股に挙げていない。他方、鳳凰網や東方財富網は挙げている。

## 中国概念股の危機はなぜ生じたのか

### 参 考 文 献 ( 刊 行 順 )

- 殷勤凡「我国上市公司财务造假行为的制度因素分析」『现代财经』No. 3, 2003, 46-48. (要旨：我が国の上場企業で財務粉飾が多いのは偶然ではない。英米では株式が分散しているのに、国有株が6-7割と大きいがこの国有株主の立場を代表するものがない。株主総会は形骸化し、経理と役員会：董事会とが一体化していて相互牽制が働かない。会計監査制度では、監督部門の検査体制は不十分で、会計士に問題があっても、資格の取り消しなど行政処分にとどまり、民事責任が追及されることはほとんどない。また会計士事務所の多くは資本が小さく賠償能力もない。会計士の独立性も欠けている。我が国上場企業の財務粉飾は制度の欠陥の反映であり、こうした制度の刷新こそ財務粉飾の根本的な対策である。)
- 増田耕太郎「ケイマン諸島を経由する中国企業の米国証券市場への上場」『季刊国際貿易と投資』69号, 2007年8月, 151-159 (要旨：中国企業がケイマンに持ち株会社を登記して、国内投資に向かう理由を、ケイマンを経由することで外資系企業として税制上の優遇を受けられるからと説明。これが round tripping と呼ばれる現象であることも指摘している。アメリカや香港でケイマン籍企業の上場や IPO が認められていること、ナスダックにケイマン籍の上場企業はあっても中国籍の上場企業はないことも喝破している)
- 神宮健・李粹蓉「中国の企業会計・監査制度」『資本市場クオーターリー』2007年冬号, 252-270.
- 柯隆「外資税制の見直しの背景と中身」『富士通総研 トピックス』2008年2月1日。(要旨：外資系企業に対する税制上の優遇政策が5年間かけて段階的に縮小解消する方針：具体的には外資に対する課税の強化が2007年3月の全人代で定められ、2008年1月から始まったことについての紹介。国内企業に対する法人税率の段階的軽減と合わせて2012年1月から法人税率を25%に一本化する)
- 黄玉娟「香港上市、票房毒薬？」『貨幣観測与信用評等』(台北)2008年11月, 55-67.
- 张成红「企业财务造假的成因及治理对策探析」『商业经济』No. 11, 2009年, 45-47. (要旨：上場会社の多くが国有企業を改組したもので、株主が集中しているためガバナンスが働きにくい。会計監査制度はあるものの、独立性が不十分である。政府が経済経営活動に干渉するあり方を改め、会計監査の独立性を高める必要がある。)
- 福光寛「中国证券监督管理委员会『中国資本市場発展簡要回顧』について」『成城大学経済研究』189号, 2010年7月, 83-105.
- 佐野淳也「中国の対内直接投資の動向と外資誘致政策の変化」『環太平洋ビジネス情報 RIM』Vol. 10 No. 39, 2010, 102-124.
- 赵光瑞「中国概念股公司存在普遍造假说明啥」『评论频道』2010年12月24日10:21 (要旨：なぜ米国上場の中国概念股で財務粉飾が多いかといえば、中国でも同様だからだ。この問題は高度に重視されるべきだ。この問題が解決されなければ中国企業は本当の意味で強くなれないし、国際競争で将来勝つこともできない。管理を甘くして責任を取らないことは、中国企業を愛する道ではなく、中国企業を害するに等しい。)
- 福光寛「中国証券市場概覧 2008 - 2009年」『成城大学経済研究』191号, 2011年1月, 81-113.
- 李寿双 / 苏龙飞 / 朱锐『红筹博弈 十号温时代民企外上市』中国政法大学出版社(北京), 2011年2月.
- 川村雄介編著『図説 中国の証券市場』日本証券経済研究所, 2011年3月.
- 張銳「中国赶美国上市企业面临诚信危机」『沪港经济』(沪港經濟發展協會)2011年3期,

19-23 .

皮海洲「中国概念股何以“一半是火?一半是海水”」『经济参网』2011年5月31日(要旨:昨年米国で上場を果たした中国企業は42社。うち34社は主要市場で上場を果たした。2010年12月の优酷网や当当网の上場につき、2011年5月には人人网や网秦などが相次いで上場。中国株の上場は史上最も密集した状態にあり、依然として中国企業の米国上場は燃え盛っている。しかし一方で知名度が高くかつ新興産業に属する企業が堂々とIPO方式で上場しているのに対して、他方で知名度が低い小企業は反向收購方式を選択している。PCAOB 報告によると、2007年1月から2010年までの3年間に反向收購方式により米国で上場した600社のうち、159社は中国由来である。この方式が中国からアメリカに上場する主要ルートになっている。現在、米SECは反向收購への監督を強めており、中国の反向收購ルートは停止されている。米国では関連する中国業務を閉鎖したものもある。この2ヶ月の間に空売りで売買停止となった中国株は16社に達している。中国概念股は狙い撃ちされているが、これは警鐘である。中国企業は米国に上場する方法を改めて中国企業を信用危機から救うべきである。米国上場の中国企業の財務粉飾を放置するべきではない。この点について各方面は高度に重視するべきである。)

Moody's, *Red Flags for Emerging-Market Companies: A Focus on China*, Moody's Investors Service, July 11, 2011, 1-24.

無署名「中国企業の会計不信深刻 ムーディズ、6社を名指し 米「監査法人を監査」要請へ 代表団」『日本経済新聞』2011年7月13日、6面。

無署名「穆迪“红旗报告”后惠接棒中概股‘猎杀风’蔓延至香港」『中国经济网』2011年07月20日08:14(要旨:中資概念株の信用危機が広がるなか、3大格付け機関の一つのムーディズが7月18日に発表した報告のなかで35社について、企業統治あるいは財務管理上の問題を指摘。その多くが存在する香港取引所では9社が、ムーディズの赤旗による空売りを被った。)

单娇/代娟「中国境外上市公司会计诚信危机预警分析」『财会通讯』2011年8期, 137-138(要旨:現在の米国上場の中国企業は200社あまり。2011年3月から5月にかけての2ヶ月余りの間に会計士の辞職など財務上の問題を露呈したものが24社。売買停止に至ったものは18社。そのうち上場廃止命令:勅令を受けたものは4社である。)

侯云龙「46家中国概念股面临在美退市风险」『腾讯财经』2011年9月23日07:50(要旨:株価下落により中国概念股36社が上場廃止基準に抵触。10社が上場廃止基準に近づいている。NYSEでは時価総額は100万米ドルを下回ってはならない。NASDAQでは時価総額350万ドルを下回らずかつ30営業日連続して株価が1米ドルを下回ってはならない)

叶有明/王钊「猎杀?「中国概念股」危机」复旦大学出版社(上海), 2011年10月。

任中美「中国企業在美上市財報揭露弊端綜論」『證交資料』(台湾証券交易所)594期2011年11月刊, 45-74。

無署名「投資华尔街中国概念股正当时」『中国经济网』2011年10月10日08:14(要旨:現在のNYSE NASDAQ アメリカン取引所に上場する中国概念股は合わせて240社あまり。そのうち2007年から2011年3月[ママ]までに反向收購方式で上場したものは159社である。彼らは致命傷を受けているが、その主要原因は故意あるいは不慣れによる財務粉飾である。筆者は2001年以来の中国概念股の資料を保有しているが、多くの企業が財務問題を抱えている。上場前は私人企業であったこれらの企業は、脱税目的のため国内の税収記録を押しなべて保有せず、上場にあたっては、上場会社としての必要に応じて過去3年分、

## 中国概念股の危機はなぜ生じたのか

全く新たに架空の帳簿を作り上げている。)

李赛男「从中国概念股危机企业经营」『现代经济信息』No. 12, 2011, 18 (要旨: 中国概念股とは外国で上場している中国登録企業, あるいは外国で登録しているが業務は大陸にある企業, これらの企業の株券のことである。その概念股の危機の原因として, 財務粉飾と借殻上場に加えて, 政府の統制を逃れるために国外の資本市場や投資者と私的に契約を結ぶなどの違規経営: 道義に反した経営がある。)

刘建华『中国概念股 在华尔街怎么了』石油工业出版社(北京), 2012年4月。

杨敏/欧阳宗书/叶康涛/杜美杰「在美上市中国概念股会计问题研究」『会计研究』2012. 4, 3-7 (要旨: 2005年以降, 我が国の民間企業海外上場政策が緩和されたことに伴い米国に上場する民間企業は増加し, 2010年には45社を記録。2011年は中国概念股の危機があったが, 11社が上場に成功。しかし他方で46社が売買停止か上場廃止となった。2011年12月末段階でWindの統計によれば, NYSE, アメリカン, NASDAQの3大取引所の中国企業上場数合計は255社。他方で2010年から2011年の間に売買停止か上場廃止となったものが46社。そのうち40社は会計規則違反で売買停止か上場廃止となった。その40社のうち, IPOによる上場が3社。そのほかの37社は反向收購方式で上場した中小民営企業であった。)

陈彬/刘会军「什么样的公司有财务造假嫌疑」『证券市场导报』(深圳证券交易所)2012年7月号, 66-71 (要旨: 今回の中国概念股の貢献者といえる2つの調査会社の行為についての分析。両社のうちCitronは2006年から2011年までに18社の調査そして空売りを行った。他方Muddy Watersは2010年から2011年にかけて5社の調査そして空売りを行った。両社合わせて23社のうち, 7社はすでに上場廃止。1社が取引停止中。60%以上大幅に値下がりしたものが11社。そしてそのほとんどが監督部門の調査を受けるか, あるいは集団訴訟を被っている。)

刘雪「上市冷退市热 中概股亟须化解诚心危机」『中国经济网』2012年7月16日21:50(要旨: 2012年上半年米国での中国概念股の上場は1社。上場廃止は19社。過去2年間で組織的に空売りされた中国概念股は40社余り。売買停止あるいは上場停止に陥ったものは50社近い)

駒形哲哉「中国の社会主義市場経済と中小企業金融」『成城大学経済研究所研究報告』No. 60, 2012年9月, 1-48。

Sharhien Nasiripour, "Chinese agree accord with US audit agency" in *Financial Times*, Sept. 22, 2012, 10 (合衆国の監査監視組織のPCAOBは中国の政府機関との間で中国において合衆国の会計検査官が会計監査を監視する暫定的な合意に達した。中国法によれば, 中国から監査に関する文書を移動することは違法であり, 中国当局は, 海外当局が中国で検査活動をすることを認めるつもりはない。2010年の後半以来, 米国で上場している中国企業では67社でその監査人の辞職があり, 126社で上場廃止あるいはSECへの定期報告の停止があった。)

佐野淳也「選別的外資誘致政策に向かう中国」『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol. 12 No. 45, 2012, 35-51。(要旨: 中国の外資誘致政策が一律誘致から産業や地域にわけて選択的誘致政策に転換。たとえば立地を進めたい地域については, 外資税制の見直しのスピードを変えて優遇税制が維持されていることなどを詳述。)

Kathy Chu, "How U.S. Exchanges Wooed China Firms" in *The Wall Street Asia*, Dec. 10, 2012, 21. (要旨: data providerのDealogicとHarvard Business Schoolの研究者たちによれば, 2006

経済研究所研究報告（2013）

年から 2010 年の間に中国企業 325 社が合衆国で上場した。Harvard の研究者たちの計算によれば、そのうち 222 社は reverse mergers で市場にアクセスした。ピークは 2010 年末で NASDAQ に 167 社，NYSE に 99 社が上場。合計 256 社。しかし 2012 年 11 月 30 日現在，NASDAQ 上場は 129 社，NYSE 上場は 84 社である。合計 213 社。43 社減。）

福光寛「中国概念股の危機で見えてきた諸問題 上場手法としての反向收購 reverse takeover (RTO)」『成城大学経済研究』199号，2013年1月，59-102。

卡尔沃特 / 法瑟侯伟『中国金融大揭秘』脸谱出版（台北），2013年1月。

黄舒心「在美上市的中国企业财务造假引发纠纷」『2013 中国经济』财大出版社（台北），2013年2月，288-301。

川村雄介監修著『最新 中国金融・資本市場』金融財政事情研究会，2013年2月。

莉雅「中国资金非法外流潜力无边」『中国官商暴富』财大出版社（台北），2013年3月，197-217。

Jordan Siegel and Yanbo Wang, *Cross-Border Reverse Mergers: Causes and Consequences*, Harvard Business School: Working Paper 12-089, Mar. 26, 2013, 1-18

日本証券経済研究所編『図説 アメリカの証券市場』日本証券経済研究所，2013年3月。

（ふくみつ・ひろし 成城大学経済学部教授）

\* 本稿は成城大学経済研究所第2研究プロジェクト「環太平洋地域における中小企業金融ならびに政府支援 2012-2013」ならびに成城大学特別研究助成「コーポレート・ガバナンスの現代的課題 2012-2013」による研究成果の一部である。

中国概念股の危機はなぜ生じたのか (研究報告 64)

---

平成 25 年 7 月 1 日 印 刷

平成 25 年 7 月 8 日 発 行

非売品

著 者 福 光 寛

発行所 成 城 大 学 経 済 研 究 所

〒157 8511 東 京 都 世 田 谷 区 成 城 6 1 20

電 話 03(3482)9187 番

印刷所 白 陽 舎 印 刷 工 業 株 式 会 社

---