

## Asia Watch

### 米国上場中国企業の香港・本土上場回帰 ニューエコノミー関連企業の存在感が高まる

※当資料は「アジアリサーチセンター」のレポートを基に作成しています。

#### 要約

##### ● 米国内における中国企業に対する風当たりは強まる

米中対立が先鋭化する中、米国上場の中国企業に対する規制が強化される見通しです。2020年5月には「外国企業説明責任法」法案が議会で可決され、米国内における中国企業への風当たりは強まっています。

##### ● 香港や本土市場ですすむ規制緩和

中国企業には香港や本土株式市場へ重複上場する選択肢があり、受け皿として規制緩和がすすめられています。特に国際金融センターの香港市場に回帰する動きが顕著で、今後も香港への重複上場が相次ぐ見通しです。

米国政府による外国企業への規制強化の動きを受けて、米国上場の中国企業の株価は下落したものの、香港や本土市場が受け皿として用意されていることによる安心感などから、下落は一時的なものにとどまりました。

重複上場を計画する企業は、インターネット関連企業や教育関連企業など、中国のニューエコノミーを牽引してきた成長企業が多く、これら企業の上場は香港・本土市場の規模拡大や業種分散の多様化、株価のパフォーマンス向上につながると期待されます。



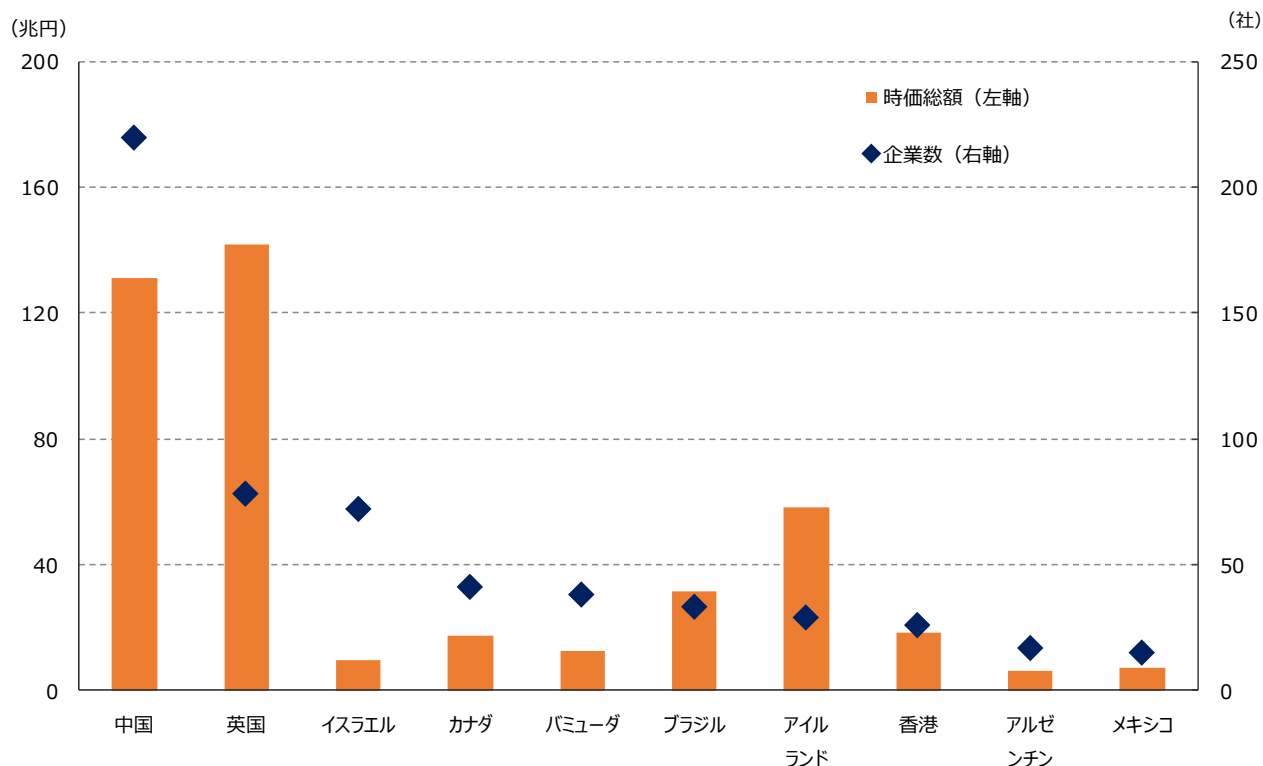
※写真はイメージです。

## 米国内における中国企業に対する風当たりは強まる

2020年5月20日、米上院本会議が、米国上場の外国企業に経営の透明性を求める「外国企業説明責任法」を可決しました。同法案は、外国企業に対して、外国政府の支配下でないことの証明や、会計監査内容の米当局による検査受入れを求めており、3年連続して拒否した場合、当該企業に対して上場廃止を求めることが可能になります。

中国政府は中国企業の監査情報を国外に持ち出すことを原則禁止しているため、中国企業が米国当局の会計監査状況の検査を受けることは難しいと考えられます。2020年4月に発覚した「瑞幸珈琲（ラッキンコーヒー）」の不正会計問題もあり、**米国内における中国企業への風当たりは強まっています**。同法案以外にも、ナスダックが外国企業を対象に、新規株式公開（IPO）時の調達額に下限を設けるなど上場基準を厳格化する動きもあります。

## 米国上場の外国企業 上位10カ国



(注1) 6月30日現在の為替レート（1米ドル=107.83円）で換算。

(注2) データは2020年6月30日現在。

(出所) FactSet、Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

※個別銘柄に言及していますが、当該銘柄を推奨するものではありません。

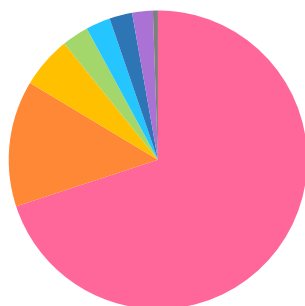
この資料の巻末ページに重要な注意事項を記載しております。必ずご確認ください。

### 中国企業の香港・本土市場への重複上場が進む

IT企業等、一部の中国企業は、中国本土ではなく、米国や香港での上場を選択するケースもあります。中国本土での上場では、厳格な財務基準が設定され、普通株式と議決権が異なる種類株式の発行は認められないことに加えて、証券監督管理委員会（CSRC）の審査には総じて時間がかかるため、米国や香港での上場を選択する企業もみられました。特に、設立間もない財務基盤の弱い企業、創業者の議決権確保が可能な種類株式発行のニーズがあるスタートアップ企業、投資家層が厚い米国への上場を目指すIT関連企業中心に、中国本土市場を敬遠する動きがみられました。

2018年以降、米中対立の激化もあり中国企業の米国市場でのIPO件数は減少傾向となる一方で、上場規制の緩和を進めてきた香港や上海・深圳の本土市場で新規上場する中国企業は今後も増加する見通しです。アリババ傘下のフィンテック企業である「アント・グループ」が香港と上海「科創板」での重複上場を、配車サービス最大手の「滴滴出行」が香港上場を検討中との報道もあります。2020年前半は新型コロナウイルス感染拡大の影響でIPO件数が落ち込みましたが、2019年における中国企業のIPOのうち香港・本土市場の割合は2018年と比較して増加しました。

### 米国市場に上場する中国企業の時価総額（業種別内訳）



- 一般消費財・サービス (59社)
- コミュニケーション・サービス (34社)
- エネルギー (4社)
- 情報技術 (26社)
- 資本財・サービス (19社)
- ヘルスケア (12社)
- 金融 (37社)
- その他 (29社)

#### 一般消費財・サービス

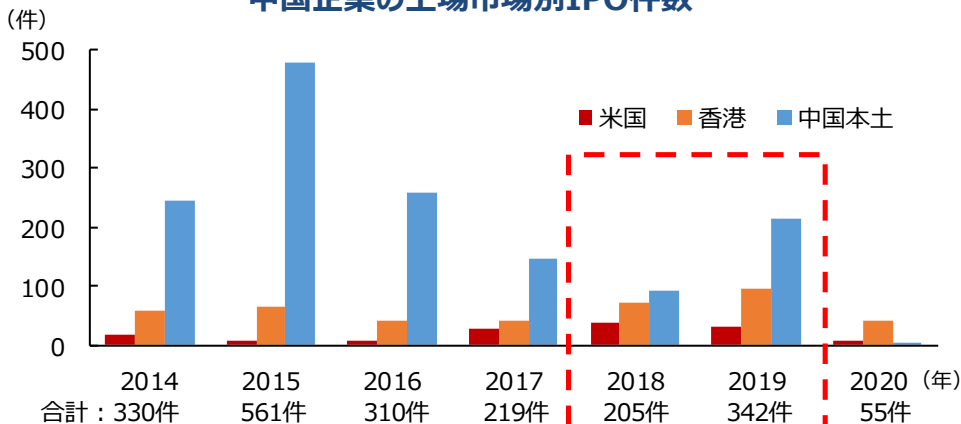
アリババグループ  
JDドットコム  
ピンドウオドゥオ など

#### コミュニケーション・サービス

百度  
ウェイボー  
ネットイーズ など

(注1) 時価総額は米ドルベース。業種はGICS（世界産業分類基準）のセクター分類。  
(注2) データは2020年6月30日現在。  
(出所) FactSetのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### 中国企業の上場市場別IPO件数



(注) 2020年は6月末まで。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

※個別銘柄に言及していますが、当該銘柄を推奨するものではありません。

## 香港：上場基準・手続きにおける規制緩和

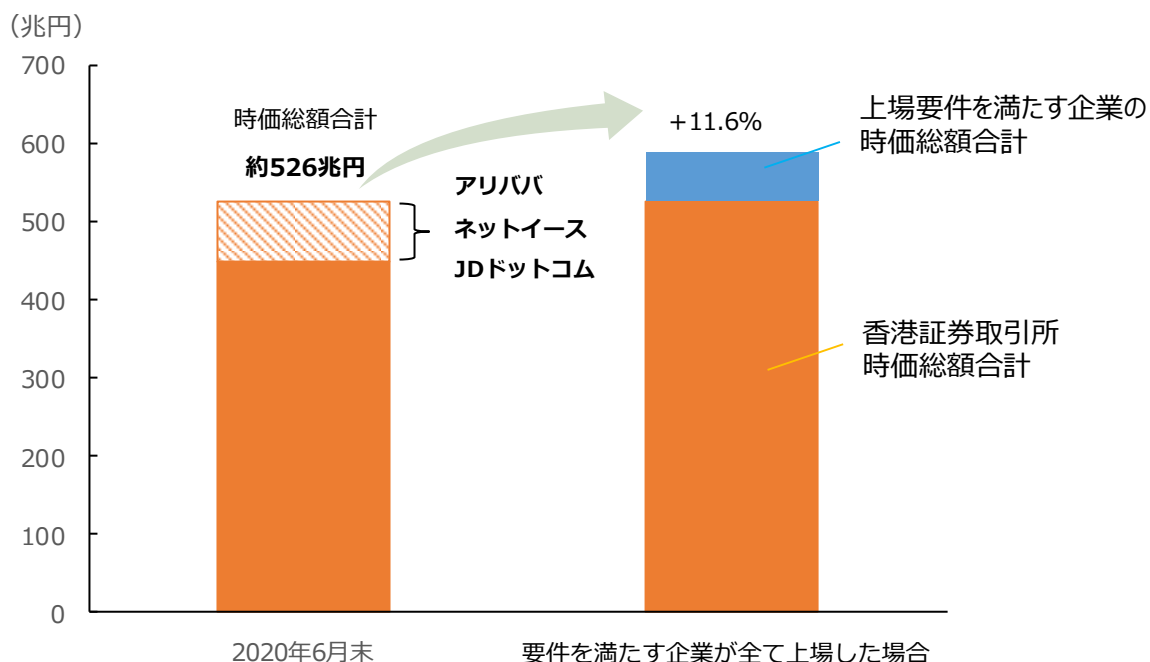
### 香港証券取引所において規制緩和がすすむ

米国での規制強化を受け、中国企業が米国以外での上場先を模索する中、香港証券取引所は上場規制の緩和を進めています。「アリババグループ」が2014年のIPO上場先として香港ではなく米国を選択した理由のひとつが種類株式発行の可否にあったといわれていますが、**2018年4月には、香港証券取引所も種類株式発行を可能とする制度に変更しました。**さらに適格証券取引所（ニューヨーク、ナスダック、ロンドン）に上場している中華圏企業の**重複上場に関する要件を上場規則に追加しました。**同年7月には携帯電話端末の「小米（シャオミー）」が議決権種類株式による上場制度を利用した企業の第一号となりました。2019年11月に行われた「アリババグループ」の香港上場も（米国との重複上場）これら新制度を活用したものです。

### 香港証券取引所上場基準を満たす企業は増加の見込み

2020年6月30日現在、米国上場の中国企業は200社を超えますが、この内、**香港証券取引所の上場要件を既に満たす企業が24社、2021年に満たす見通しの企業（2会計年度のコンプライアンス遵守要件充足）が6社あります。**これらの企業の時価総額は2020年6月30日現在、香港証券取引所の時価総額の11.6%にあたり、上場した場合のインパクトは大きいと考えられます。香港は金融取引の透明性が高く、米ドルの資金調達が可能で、中国本土投資家を含む幅広い投資家層にアクセス可能であり、米国に上場する中国企業の香港での重複上場は今後も相次ぐと予想されます。

## 香港証券取引所の時価総額へのインパクト



(注1) 2020年6月30日現在の各企業の時価総額が香港証券取引所の時価総額合計に追加された場合の試算。

(注2) 2020年6月30日現在の為替レート（1香港ドル＝13.91円）で換算。

(出所) アジアリサーチセンター

※個別銘柄に言及していますが、当該銘柄を推奨するものではありません。

この資料の巻末ページに重要な注意事項を記載しております。必ずご確認ください。

## 香港：ハンセン指数への採用による資金流入に期待

2020年6月以降、香港での重複上場計画について報道された企業は確認できたものだけでも11社に上っています。IT・ネット関連、教育など中国のニューエコノミーに関連する企業が多く含まれるため、香港株式市場の業種分散がすすみ、中国経済の動向をより強く反映する指数の動きにつながるとみられます。

香港市場の主要株価指数であるハンセン指数は、2020年5月、種類株式発行企業や重複上場企業を構成銘柄に採用可能とするよう規則を変更しました。成長企業の指数構成比率が高まることで、指数の中長期的なパフォーマンスにもプラスの影響が見込まれ、香港市場への資金流入を促す要因となりそうです。（※2020年8月14日、ハンセン指数の構成銘柄入れ替え内容が発表され、ハンセン指数には新たに「アリババグループ」と「小米」、「薬明生物技术」が採用され、「信和置業」、「中国旺旺控股」、「中国神華能源」が除外されました。入れ替えは2020年9月7日に実施されます。）

### 香港証券取引所 重複上場要件を満たす米国上場の中国企業

社名	業種	米取引所 時価総額(億円)	香港証券取引所 重複上場要件		米国上場	香港上場
			2020年6月30日 現在既に満たす	6カ月以内に 満たす見込み		
アリババグループ	インターネット販売・カタログ販売	62,397	上場済み		2014/9/19	2019/11/26
網易(ネットイース)	娯楽	6,399	上場済み		2000/6/30	2020/6/11
JDドットコム	インターネット販売・カタログ販売	8,564	上場済み		2014/5/22	2020/6/18
百度	メディア	3,525	✓		2005/8/4	
ZTOエクスプレス	航空貨物・物流サービス	2,287	✓		2016/10/27	
ニューオリエンタルエデュケーション	各種消費者サービス	2,226	✓		2006/9/7	
ヤム・チャイナ	ホテル・レストラン・レジャー	1,951	✓		2015/10/20	
トリップドットコム	インターネット販売・カタログ販売	1,658	✓		2003/12/9	
ハイドロン	バイオテクノロジー	1,580	✓		2016/2/3	
唯品会(ピップショップ)	インターネット販売・カタログ販売	1,266	✓		2012/3/23	
万国データ	情報技術サービス	1,234	✓		2016/11/2	
チャイナ・ロッキング・グループ	ホテル・レストラン・レジャー	1,122	✓		2010/3/26	
汽車之家	メディア	969	✓		2013/12/11	
58ドットコム	メディア	741	✓		2013/10/31	
Zai Lab Ltd	バイオテクノロジー	661	✓		2017/9/20	
TALエデュケーション	各種消費者サービス	2,946	✓		2010/10/20	
JOYY	メディア	613	✓		2012/11/21	
51ジョブ	専門サービス	518	✓		2004/9/29	
微博(ウェイボ)	メディア	452	✓		2014/4/17	
泰邦生物集団 (チャイナ・バイオロジック)	バイオテクノロジー	424	✓		2006/7/31	
陌陌科技(EMO)	メディア	318	✓		2014/12/11	
新浪(シナ・コープ)	メディア	253	✓		2000/4/13	
宝尊電商(バオズン)	インターネット販売・カタログ販売	243	✓		2015/5/21	
21ヴィアネット・グループ	情報技術サービス	220	✓		2011/4/21	
汎華金控	保険	116	✓		2007/10/30	
LexinFintech Holdings Ltd	消費者金融	145	✓		2017/12/21	
BEST Inc	航空貨物・物流サービス	114	✓		2017/9/20	
拼多多	インターネット販売・カタログ販売	6,285		✓	2018/7/26	
ビリビリ	娯楽	1,299		✓	2018/3/28	
テンセントミュージック	娯楽	973		✓	2018/12/12	
愛奇芸(アイチイー)	娯楽	807		✓	2018/3/29	
蔚来汽車	自動車	752		✓	2018/9/12	
360 Finance Inc	消費者金融	146		✓	2018/12/14	

(注1) 香港証券取引所における企業の重複上場要件は、【1】一次上場取引所において会計年2年間のコンプライアンス遵守歴がある、【2-1】上場時の時価総額が最低400億香港ドル、または【2-2】上場時の時価総額が最低100億香港ドルあり、かつ直近1会計年度の売上が最低10億香港ドルあること。

(注2) 色塗り箇所は2020年7月15日現在香港証券取引所への重複上場を予定または検討中と報道が確認できた企業。

(注3) 6月30日現在の為替レート(1米ドル=107.83円)で換算。

(注4) データは2020年6月30日現在。

(注5) 業種はGICS(世界産業分類基準)の産業分類。

(出所) アジアリサーチセンター

※個別銘柄に言及していますが、当該銘柄を推奨するものではありません。

## 中国：上海「科創板」を活用

## 上場基準が緩和された「科創版」

米国上場の中国企業は、上海・深圳証券取引所への重複上場という選択肢もあります。上海証券取引所は2019年6月にハイテク新興企業向けに、上場基準を大幅に緩和させた「科創板（STAR Markets）」を新設しました。科創板は、メインボードの許可制とは異なり、登録制を採用し、上場プロセスの透明性、迅速性を高めています。中国企業の重複上場を促すため、種類株式の上場、および重複上場も認めています。

## 中国国内取引所との重複上場

香港上場の国内半導体メーカー大手の「SMIC」が科創板での上場を果たし（重複上場）、この他にも自動車メーカー大手の「吉利（ジーリー）」や「アリババ・グループ」傘下のフィンテック企業の「アント・グループ」が上場を検討中との報道も出ています。さらに上場形態に「VIEスキーム（契約支配型ストラクチャー）」を採用する企業も、国家発展改革委員会および商務部の承認の下、科創板への重複上場が可能になりました。上海証券取引所も、香港証券取引所と同様に各種上場規制を緩和し、重複上場受入れ体制の整備をすすめています。

各取引所の上場手続き・基準  
主な相違点

	上海証券取引所 (メインボード)	科創板	香港証券取引所
主な対象企業	大型株式	ハイテク新興企業	大型株式
上場申請手続き	認可制	登録制	登録制
種類株上場の可否	×	○	○
上場要件（財務面）	直近3年間連続黒字、 純利益が累計で3,000万人民元超	純利益未計上でも上場可	直近3年間の純利益が 累計5,000万香港ドル超
上場要件（経営面）	3年間同一の経営陣を維持	2年間同一の経営陣を維持	3年間同一の経営陣を維持
上場要件（業種）	特になし	国家発展戦略の核となる先進技術を有する	特になし
投資家資格	国内個人投資家 国内機関投資家	国内個人投資家 (証券・ファンド口座の資産が50万元以上 証券取引経験が2年以上) 国内機関投資家	国内外個人投資家 国内外機関投資家
外国人投資チャネル	QFII・RQFII・ストックコネクト	QFII・RQFII・（ストックコネクト）	ストックコネクト

(注) 香港証券取引所と科創板で重複上場する企業のストックコネクトの採用については、両取引所間で合意済み。  
(出所) アジアリサーチセンター

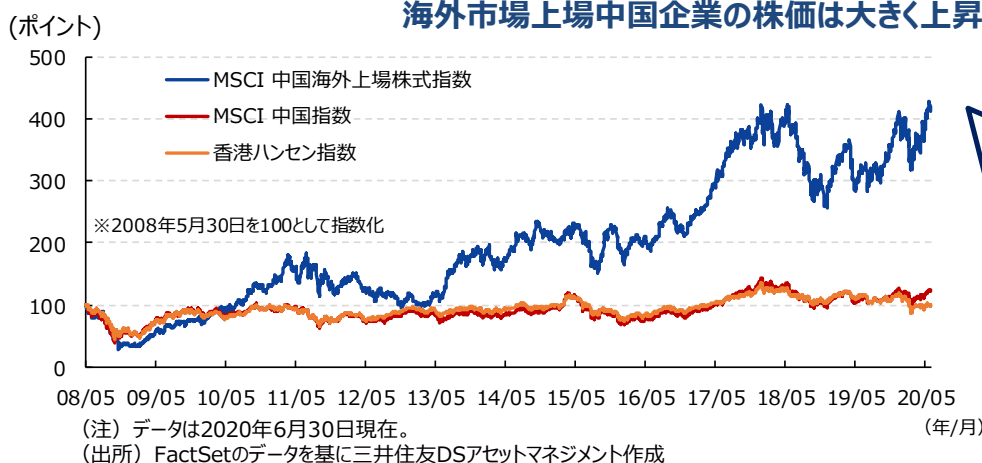
※個別銘柄に言及していますが、当該銘柄を推奨するものではありません。

この資料の巻末ページに重要な注意事項を記載しております。必ずご確認ください。

### 投資家層の拡大

米国政府による外国企業への規制強化の動きを受けて、米国上場の中国企業の株価は下落したものの、香港や本土市場が受け皿として用意されていることによる安心感などから、下落は一時的なものにとどまりました。海外上場の中国企業30社で構成されるMSCI中国海外株指数のパフォーマンスは、MSCI中国指数や香港ハンセン指数を上回っています。また、今後、「アリババグループ」などの種類株式を発行する重複上場企業が上海、深圳市場を通じて香港上場株式を売買する「ストックコネク」の対象とされれば中国本土の投資家も、香港で重複上場する成長企業に投資することが可能となり、投資家層のさらなる拡大が期待されます。

### 海外市場上場中国企業の株価は大きく上昇



#### MSCI 中国海外上場株式指数 構成銘柄 (30社)

時価総額上位5社  
(2020年6月30日現在)

1. アリババグループ
2. JDドットコム
3. ネットイース
4. 百度
5. TALエデュケーション

### 【米国上場の中国企業例】

#### ZTO エクスプレス (ニューヨーク証券取引所/NASDAQ)

- 中国の宅配事業者。小口配送の大手の一角であり、特にアリババとの強い結びつきが強み。
- 高品質のサービスと効率的な運営による高いコスト競争力で市場シェアを拡大中であり、今後もeコマース拡大により成長が期待される。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

#### <株価の推移>

(2016年10月27日(上場日)~2020年8月5日)



※個別銘柄に言及していますが、当該銘柄を推奨するものではありません。

## 【米国上場の中国企業例】

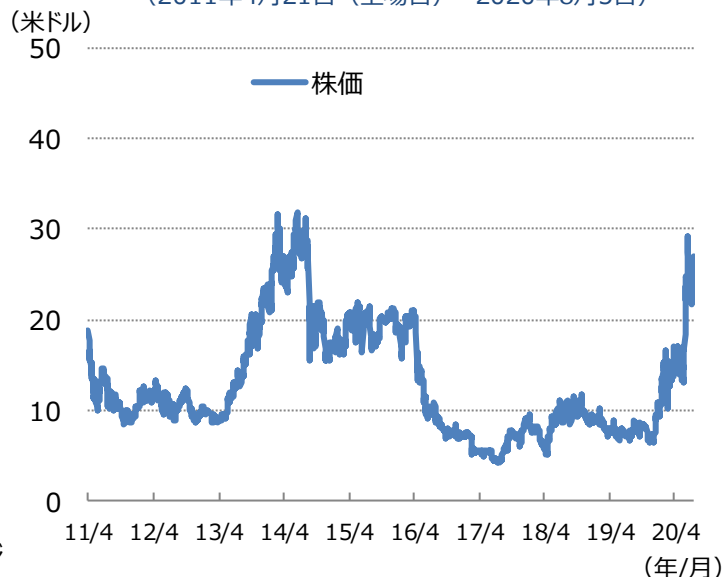
## 21 ヴィアネット・グループ (NASDAQ)

- インターネットデータセンター運営業者であり、ホスティング、クラウドコンピューティング関連サービス等を手掛ける。
- 不振であった固定ブロードバンド事業等を売却し、データセンター事業に経営資源を集約させることで企業価値の再評価が期待される。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## &lt;株価の推移&gt;

(2011年4月21日(上場日)~2020年8月5日)



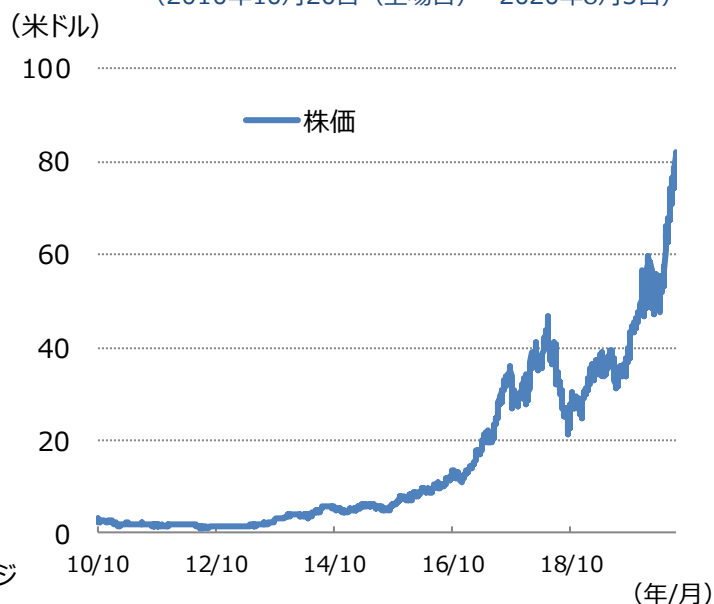
## TALエデュケーション (ニューヨーク証券取引所)

- 2003年設立の中国の教育サービス大手。
- 幼稚園から高校生までを対象に、主要科目(数学・英語・国語・物理・化学・生物など)の指導サービスを提供する。
- 少人数クラスから個別指導、オンラインまで、指導形態は多岐にわたる。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## &lt;株価の推移&gt;

(2010年10月20日(上場日)~2020年8月5日)



※個別銘柄に言及していますが、当該銘柄を推奨するものではありません。

この資料の巻末ページに重要な注意事項を記載しております。必ずご確認ください。





**【重要な注意事項】**

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績および将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

作成基準日：2020年8月14日