

2021年7月

## 日系中国現地法人による香港・中国本土上場 ～上場パターンと主な論点～

### ポイント

- 中国市場は14億人を抱える有望な巨大なマーケットではあるものの、欧米企業だけでなく、中国企業も入り乱れる非常に競争が厳しい市場になっている。このような厳しい中国市場において日系中国現地法人も、さまざまな経営上の課題に直面している。
- 中華人民共和国香港特別行政区（以下、香港）と中国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証券取引所や上海証券取引所が東京証券取引所を追い抜き、アジアの証券市場を代表する存在となった。
- このようななか、日系中国現地法人においても、中国ビジネスにおける経営課題を解決し、持続的な成長を達成するために、むしろ香港・中国の証券市場を積極的に活用し、香港・中国市場に上場する動きがみられる。
- 2021年6月に森松工業株式会社（岐阜県本巣市に本社を有する建築設備製品等の製造販売会社）の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」）が香港上場を果たした。
- 日本国内市場の成熟化と長引く景気低迷を受け、日系企業は新たな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加速している。日系企業が海外に成長の軸足を移すなか、成長戦略についても、よりグローバルな視点に立ち、積極的に香港や中国の証券市場を活用する意義は大きい。



シニアマネジャー

[八木 俊彦](#)

toshihiko.yagi@jp.kpmg.com

## 1. 近年において日系中国現地法人が直面する課題と上場の効果

まず最初に、近年、なぜ香港・中国本土上場を目指す日系中国現地法人が増えているのかという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

中国市場は14億人を抱える有望な巨大なマーケットであります。欧米企業だけでなく、中国企業も入り乱れる非常に競争が激しい市場になっています。このような激しい中国市場で日本企業もさまざまな問題に直面しています。

中国事業が成長を続ける一方、これまで先送りされた課題・リスクも年々増大



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。従来の日系中国現地法人によくある、日本人中心で日本本社主導による経営では中国で持続的に勝ち続けるのは難しいです。

次に優秀な人材の確保の問題です。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、ステータスという意味でも、中国の優秀な人材を確保して維持することが難しくなっています。

さらに財務上の課題ですが、従来の日系中国現地法人の典型的な資金調達は、だいたい親会社からの親子ローン、または銀行ローンの2つです。中国での事業拡大のため、よりフレキシブルで有利な資金調達を行うことが求められています。

最後にコーポレートガバナンスの問題です。中国現地法人が成長するにつれ、中国事業がグループ全体に占める割合が拡大していますが、日本本社からは実態が見えづらく、日本からのコントロールが難しくなっています。

すなわち、人間と同じで、企業も成長するにつれ、子会社が親会社から自然と自立することが望ましい場合があります。成長する中国現地法人を日本から親会社がすべてコントロールすることは自ずと限界が生じています。

## (2) 中国現地法人の課題・リスクに対する香港・中国本土上場の効果

このような日系中国現地法人が抱える課題に対して、香港や中国市場に上場することでさまざまな効果が見込まれます。

まず、経営上の課題については、そもそも香港や中国に上場するためには、日本本社からの経営的に独立することが求められます。中国現地法人の経営を日本本社から独立させて、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ことができます。

また優秀な人材の確保の問題については、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、中国の優秀な人材に対して香港・中国本土上場企業の役員というポストを提供することができます。

財務上の問題については、当然、上場するわけですから、株式を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。

最後にコーポレートガバナンスの問題ですが、香港・中国本土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。

このように、中国現地法人が抱えるさまざまな課題を解決する手段として、香港・中国本土上場を積極的に活用する動きが見られます。

### 香港・中国上場が日系中国現地法人の自立を促し、さまざまな課題の解決につながる

#### 経営の自立



- 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**
- 経営の日本本社からの自立に伴う**意思決定の迅速化**
- 現地の実情に適合した**フレキシブルな経営**の実行

#### 財務の自立



- 香港・中国証券市場を利用した**資金調達の選択肢が増加**
- 従来型の親子・銀行ローンによる**為替リスク、銀行対応から解放**
- **信用度の増加**に伴う**調達コストの削減**

#### 優秀な人材確保



- **知名度・社会的信用度の向上**
- 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
- **現地に適合した人事・給与制度**の導入
- **上場企業**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



- 上場による**外部株主による監視**と株主への**説明責任**
- 上場グループによる連結財務諸表の**継続開示と監査**
- 上場規則に基づく**独立取締役の任命、監査委員会の設置**

## 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、現在では新規IPO調達額や市場規模でも香港証券取引所や上海証券取引所が東京証券取引所を追い抜き、アジアの証券市場を代表する存在となっています。

■ 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	HSBC Holdings Plc, Tencent Holding Ltd. など香港・中国大手企業だけでなく、PRADA S.p.A. など欧米企業や、Morimatsu International Holdings Company Limited、Nissin Foods Company Limited など日本企業も上場している。
		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その他、タカタ株式会社を買収したNingbo Joyson Electronic Corp. など民営企業も多く上場している。
		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。
	深圳証券取引所 (SZSE)	メインボード*1	Main Board	他の市場との棲み分けを図るため2004年から新規上場申請の受付を停止している。
		中小企業板	SME	SZSEのメイン市場。中国家電大手のMidea Group Co., Ltd. (美的集団) など中国華南地域を中心とした企業が多く上場している。
		創業板	ChiNext	2020年より上海科創板と同様の審査制度を導入した。

\*1：上海証券取引所および深圳証券取引所のメインボードには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、昨今の米中の政治的な摩擦により、2019年度はニューヨーク上場していた中国のメガハイテク企業のアリババ・グループが香港にダブル上場をしたことを始め、現在、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。このようななか、2020年では香港市場はIPO調達額でNASDAQに続く世界2位（2019年は世界1位）になりました。

中国市場では2019年7月に、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。上海科創板が開設以来好調ということもあり、上海市場は2020年のIPO調達額でNASDAQ、香港証券取引所に続く世界3位となりました。

### (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。香港市場は東証一部と同じように機関投資家がメインプレイヤーです。およそ取引の80%程度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なので市況の変化が激しいのが特徴です。

香港市場ですが、日本で例えるなら東証一部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、HSBC、テンセント、アリババ、チャイナモバイルなど香港系や中国系の大手企業だけでなく、プラダ、サムソナイト、ロクシタンなどの欧米企業や、森松国際、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」）、Fast Retailing Co., Ltd. など日系企業も上場しています。

一方、GEMは新興企業向けの市場ではありますが、上場件数は低迷していてそれほど盛り上がりはしていません。

中国本土には上海証券取引所と深圳証券取引所があります。まず上海証券取引所ですが、メインボードと2019年7月に開設した新市場の科創板があります。メインボードにはシノペック、上海汽車、ハイアール、中国東方航空、中国銀行、チンタオビールなど中国を代表する大手国有企業が上場しています。またタカタを買収したニンポー・ジョイソンも上場しています。上海科創板については後ほど詳しく解説しますが、さまざまな規制を緩和したこともあり、上場申請が殺到しており今最もホットな市場です。

深圳証券取引所ですが、メインボード、中小企業板、創業板の3つの市場があります。まず深圳メインボードですが、こちらは中国の他の市場との棲み分けを図るため、2004年より新規上場を停止しています。従って、現在の深圳のメイン市場は中小企業板になります。名前は中小企業板ですが、実際に上場しているのは中国家電大手の美的集団(Media)、珠海格力(GREE)、車載電池大手の寧徳時代新能源科技(CATL)など、中国華南地域の大手企業が上場しています。

最後に深圳の創業板ですが、2020年6月に上海科創板と同様の規制緩和を実施したため、新規上場申請が急増しています。

### (3) 上海証券取引所の科創板 (STAR Market)

2019年に上海証券取引所に新しくオープンした科創板についてご紹介します。

#### ■ 上海証券取引所に2019年7月にオープンした中国版NASDAQとも呼ばれるハイテク新興企業向けの市場

ハイテク企業の 上場を誘致	<ul style="list-style-type: none"> <li>IT、AI、ビッグデータ、ソフトウェア、集積回路、先端設備、バイオ等の<b>ハイテク企業に限定</b></li> </ul>
さまざまな規制の緩和	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場審査の権限は<b>上海証券取引所</b>。中国証券監督管理委員会(CSRC)には届出。</li> <li>公募価格は<b>ブックビルディング方式</b>。いわゆるPER23倍上限の暗黙ルールなし。</li> <li>上場から5営業日は<b>値幅制限なし</b>、その後は±20% (その他中国市場は±10%)</li> <li>議決権種類株式(WVR: Weighted Voting Right)の発行も可能</li> </ul>
オフショア会社株式の 上場解禁	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国企業のケイマンなどオフショア持株会社株式(<b>レッドチップ株</b>)や<b>中国預託証券(CDR)</b>での上場も可能</li> </ul>
新規上場の急増	<ul style="list-style-type: none"> <li>上記施策の結果、2020年9月末までに183社が上海科創板上場</li> <li>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(約7,500億円)調達</li> </ul>

出典：KPMG China, Mainland China and Hong Kong - 2020 Q3 review: IPOs and other market trends.

上海科創板ですが、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。ただしこのハイテク企業の定義は曖昧で、実際には上海証券取引所が上場対象として合致するか決定します。

上海科創板の一番の特徴はその上場審査体制です。これまで原則的に中国本土上場の審査や承認はCSRCが行っていました。CSRCは規制当局ですので、審査のスピードが遅く、また審査内容も不透明で、上場申請してもなかなか承認されません。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ないことが恒常化しており、問題となっていました。

この課題を解決するため、科創板の上場審査は上海証券取引所が主体となって行うように規制緩和されました。上海証券取引所が上場承認した後、原則、CSRCには届出を行う

のみとなります。すなわち当局ではなく「証券取引所」に審査権限が与えられたことが大きな特徴です。この規制改革により、上場審査期間は約6カ月に大幅に短縮されました。

その他、公募価格についてもこれまでの中国本土上場のケースでは公募価格が一株当たり利益の23倍を上限としなければならないという暗黙のルールがありましたが、上海科創板ではこちらも撤廃され、こちらも東証や香港市場など同様に、市場原理で公募価格を決定する、ブックビルディング方式に変更されています。

このように、主に上場審査と公募価格の規制改革により、科創板の開設以来、上場申請する企業が急増しており、今、上海科創板は中国本土の証券市場で最も注目を集める市場になっています。



### 3. 日系中国現地法人の香港・中国本土上場のパターン

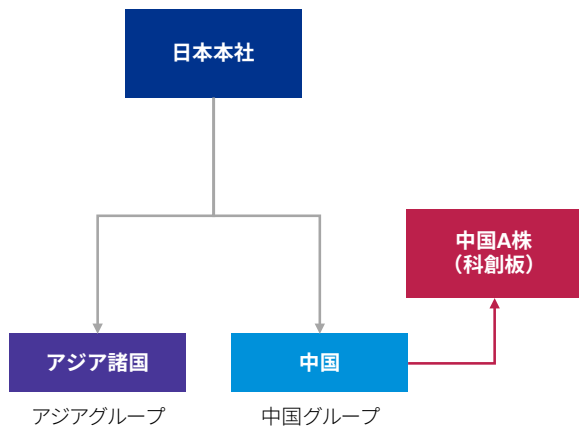
日系現地法人が実際に香港や中国本土市場に上場する際のパターンについてご紹介します。

#### (1) 日系中国子会社による香港・中国本土上場の典型的なパターン

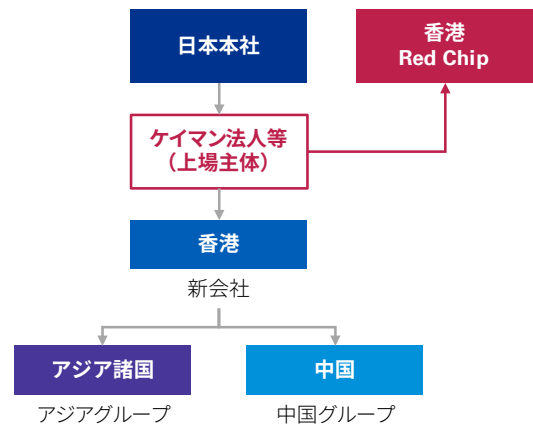
こちらの図表は、日本企業が議決権の過半数を保有する中国子会社による香港・中国本土上場の典型的なパターンを表しています。

日系中国子会社の上場については、現状、香港証券取引所または上海証券取引所科創板の2つの選択肢に限定されます

#### 中国子会社を株式会社化して中国本土で上場



#### オフショア会社傘下に資本再編後に香港上場



まず、中国子会社の上場パターンですが、図表の通り、中国本土の上場については上海科創板にほぼ限定されます。理由としては、上海科創板以外はCSRCが上場審査を行いますが、CSRCが外資系中国子会社の中国本土上場を認可したケースが極めてまれであり、通常、CSRCの認可が下りないと考えられるためです。したがって、中国子会社の中国本土上場については、現在のところ、上海科創板のみが選択肢となります。上海科創板は業種がいわゆる「ハイテク企業」に限定されますが、日本企業でもすでに数社が、中国子会社を科創板上場させることを目指すと公表しています。さらに、深圳創業板についても上海科創板と同様の審査制度を導入しており、日系中国子会社が深圳創業板上場申請をする事例も見られます。

一方、日本の商社などが「マイナー出資」する中国投資先についてはCSRCが上場承認したケースも複数あるため、中国本土の科創板以外の上海メインボードや深圳中小企業板上場先として選択可能です。

中国子会社の香港上場についてですが、こちらは図表のように、中国本土外のケイマン諸島、英領ヴァージン諸島 (BVI)、バミューダ諸島などのオフショア持株会社 (以下、「ケイマン法人等」)、または香港法人が上場主体となり香港市場に上場するパターンに限定されます (このように事業実体が中国本土内にあるものの、上場主体はケイマン法人等または香港法人となるケースをレッドチップ方式と呼びます)。

一方、中国子会社の株式を直接香港に上場させる方法をH株方式と呼びますが、H株方式による香港上場にはCSRCの認可が必要です。これまでCSRCが外資系中国子会社のH株方式による香港上場を認めたケースがなく、H株方式の香港上場は、事実上、中国国営大手企業のみ限定されています。

したがって、日本企業の中国子会社が香港上場する場合、中国子会社が株式を発行するのではなく、通常、ケイマン法人等の傘下に中国子会社を組織再編し、その後、ケイマン法人等の株式を香港に上場させます。なお香港上場ではケイマン法人等の株式を上場させるケースが一番多いですが、日系企業では森松国際や日清香港のように香港法人の株式を上場させるパターンも見受けられます。

## (2) 日系中国現地法人の香港・中国本土上場における市場別のメリット・デメリット

日系中国現地法人による香港上場・中国本土上場の市場別のメリットとデメリットについて説明します。

### ■ 香港・中国本土上場における市場別のメリット

下表は、香港上場・中国本土上場それぞれの市場別のメリットを示しています。なお赤い枠線は中国子会社のケースで取りうる選択肢となります。一方、日本企業がマイナー出資する中国投資先の上場については、赤枠以外も選択可能です。

市場	ボード	上場主体	メリット (Pros)
香港	メインボード	ケイマン法人等 または香港法人 (Red Chip株)	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場主体がオフショア化(ケイマン法人等または香港法人)されるため、<b>中国当局の直接的な影響を回避可能</b></li> <li>上場後の香港市場での売却益について、香港で<b>キャピタルゲイン課税なし</b>。また売却資金の<b>海外送金も自由</b></li> </ul>
		中国現地法人 (H株)	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国現法を株式会社化するだけでよく、資本再編が不要なケースが多い</li> </ul>
中国本土	上海 科创板	中国現地法人 (A株)	<ul style="list-style-type: none"> <li>CSRCではなく<b>上海証券取引所が審査</b>するため、外資系子会社でも上場が認められる</li> <li>中国現法を株式会社化するだけでよく、資本再編が不要なケースが多い</li> </ul>
	上海 メインボード 深圳 中小企業板	中国現地法人 (A株)	<ul style="list-style-type: none"> <li>日本企業がマイナー出資する中国関連会社の株式上場については実績がある</li> <li>中国現法を株式会社化するだけでよく、資本再編が不要なケースが多い</li> </ul>

まず上場主体が中国本土外のケイマン法人等(または香港法人)となる、香港レッドチップ上場のケースですが、こちらのメリットとしては、上場主体が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、発行体として中国当局からの直接的な影響を回避するために、ケイマン法人などが選ばれる傾向があります。

また、香港レッドチップ上場では、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。また株式売却で得た資金の海外送金も自由に行うことができます。

中国本土上場の最大のメリットは、中国現地法人が株式会社化して株式を発行するだけでよいため、上場前の資本再編が不要となることです。中国子会社の組織再編が不要となることで、中国再編に伴う中国でのキャピタルゲイン課税のリスクが回避できます。



■ 香港・中国本土上場における市場別のデメリットと留意点

下表は、香港上場・中国本土上場それぞれの市場別のデメリットを示しています。なお赤い枠線は中国子会社のケースで取りうる選択肢となります。繰り返しになりますが、日本企業がマイナー出資する中国投資先のケースでは赤枠以外も選択可能です。

市場	ボード	上場主体	デメリット (Cons)
香港	メインボード	ケイマン法人等 または香港法人 (Red Chip株)	<ul style="list-style-type: none"> <li>ケイマン法人等または香港法人を上場主体とするため、上場前に中国国内で資本再編が必要な場合、資本再編に伴う<b>中国キャピタルゲイン課税</b>が発生する可能性あり</li> </ul>
		中国現地法人 (H株)	<ul style="list-style-type: none"> <li>外資系中国子会社株式(H株)の香港上場については<b>CSRC認可取得は実質的に不可能</b></li> <li>香港市場での<b>既存株式の売却は不可</b></li> </ul>
中国本土	上海 科創板	中国現地法人 (A株)	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場対象は<b>ハイテク関連企業のみ</b>に限定</li> <li>上場後の中国市場での売却に対し中国で<b>キャピタルゲイン課税</b>および<b>増値税が課税</b>される</li> <li><b>中国は資本規制が強く</b>、売却資金の海外送金も一定の手続きが必要</li> </ul>
	上海 メインボード 深圳 中小企業板	中国現地法人 (A株)	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>外資系中国子会社</b>の上場申請に対し、<b>CSRCより承認が下りるか不透明</b></li> <li>公募価格は<b>PER23倍まで</b>の暗黙ルールあり</li> <li>上場後の中国市場での売却に対し中国で<b>キャピタルゲイン課税</b>および<b>増値税が課税</b>される</li> <li><b>中国は資本規制が強く</b>、売却資金の海外送金も一定の手続きが必要</li> </ul>

先ほどの香港上場・中国本土上場のメリットと表裏一体にはなりませんが、まず香港レッドチップ上場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、上場前に発行体となるケイマン法人等（または香港法人）の傘下に中国子会社を資本再編しなければならぬことです。中国子会社を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、中国資本再編に伴うキャピタルゲイン課税については、一定の要件を満たすことで課税の繰り延べが可能です。

なお、中国特殊税務処理については、確かに以前はその適用にあたって認可制となっており、実際ほとんど認められませんでした。しかし2016年以降は認可制から届出制に緩和されたり、適用のガイドラインが公開されるなど、税務当局の姿勢も変化しており、現在では実際に特殊税務処理が適用されるケースも見られます。あくまで税務当局との個別交渉次第とはなりますが、香港レッドチップ上場のための資本再編に対し、中国特殊税務処理が認められる可能性はあります。

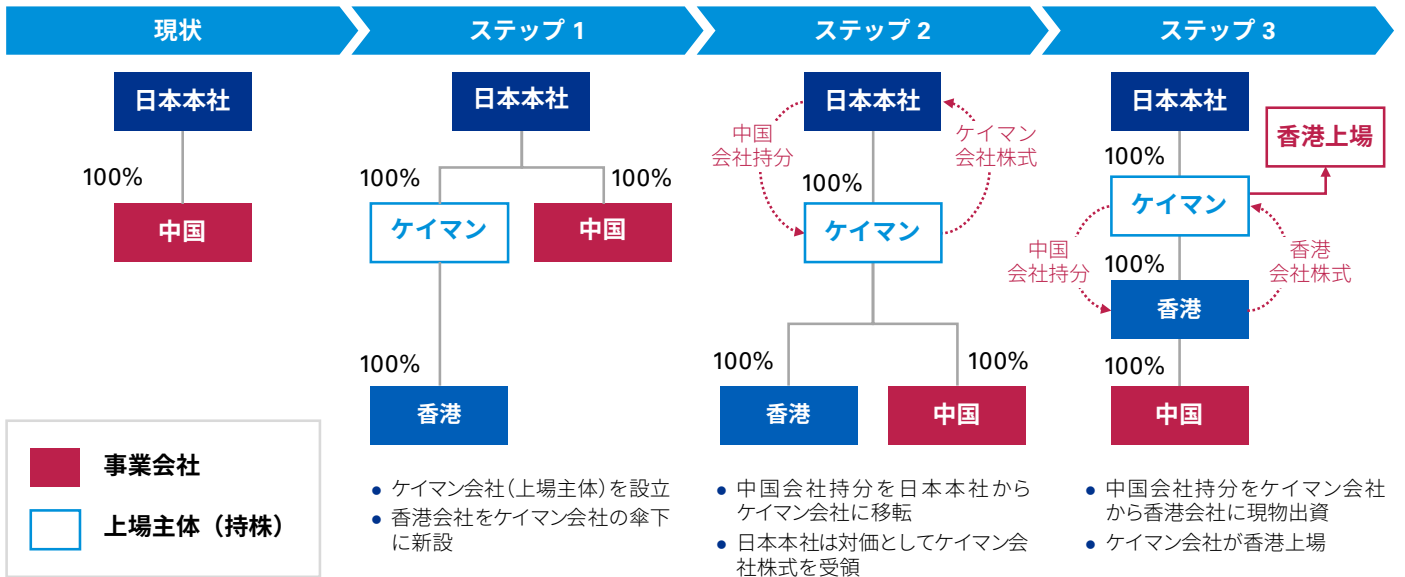
一方、上海科創板上場については、そもそも上海証券取引所の定義する「ハイテク企業」に合致しなければ上場は認められません。また、上場後の株式を上海市場で売却する際には中国で株式譲渡に係る、キャピタルゲイン課税と増値税が課税されます。また株式売却で得た資金を海外送金する際にも一定の手続きが必要で、香港市場ほど簡単に送金はできません。

なお、日本企業がマイナー出資する中国投資先のケースでは、中国本土上場において、上海メインボードや深圳中小企業板も選択可能です。ただし、CSRCの上場認可に時間がかかることや、公募価格の上限がPER23倍までとなることがデメリットです。

また、日本企業がマイナー出資する中国投資先のケースで、主要株主が中国国営大手などの場合、まれにH株での香港上場を目指すことがありますが、H株式の香港上場では既存株式を香港市場で売却できないため留意が必要です。

(3) レッドチップ方式の香港上場と組織再編モデル

下記図表は日系中国現地法人のレッドチップ方式による香港上場のケースで、ケイマン法人を上場主体とする典型的な組織再編のパターンを表しています。



まず、一番左図のように、一般的に日本本社では中国子会社の持分を直接保有しています。前述の通り、中国子会社の株式を直接香港に上場させることは、CSRCから認められないため、香港上場のためには組織再編が必要になります。

ステップ1として、上場主体となるケイマン法人を設立します。その後、ケイマン法人の下に香港法人を設立します。

次にステップ2として、日本本社が保有する中国子会社の持分をケイマン法人に現物出資し、その対価としてケイマン法人は株式を日本本社に発行します。これによりケイマン法人の傘下に中国子会社が移動します。

さらにステップ3として、ケイマン法人が保有する中国子会社の持分を香港法人に現物出資し、香港法人は対価として株式をケイマン法人に発行します。これにより、日本→ケイマン→香港→中国という資本再編が完了します。

最後に、ケイマン法人の株式を香港に上場させます。このように事業会社は中国法人ですが、株式の発行体は中国外のケイマン法人等（または香港法人）となるケースをレッドチップ上場と呼びます。

なお、典型的な香港レッドチップ上場のケースでは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、森松国際や日清香港などのように香港法人の株式を上場させるパターンも好まれています。

#### (4) レッドチップ方式の香港上場における上場主体の決定

香港レッドチップ上場における、上場主体について、ケイマン法人等または、香港法人とする場合についてメリット・デメリットを解説します。

##### ■ 香港上場主体をケイマン法人等、または香港法人とする際のメリット

下記図表は香港上場にあたって、上場主体をケイマン法人等にすべきか、それとも香港法人にすべきか、それぞれのメリットについてまとめています。

上場主体	状況	メリット (Pros)
ケイマン法人等	非上場	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国当局の影響を回避できる</li> <li>株式売買に係る印紙税がない</li> <li>会社関連の規制(例:合併・分割)が緩やかで、資本再編やタックス・プランニングの柔軟性が高い</li> <li>会計監査や税務申告が不要で維持コストが低い</li> <li>会社情報(株主、取締役、定款など)が非公開であり秘匿性が高い</li> </ul>
	上場後	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国当局の直接的な影響を回避できる</li> <li>香港上場企業の多くがケイマン法人等を上場主体として採用しており上場実績が多い</li> </ul>
香港法人	非上場	<ul style="list-style-type: none"> <li>法人形態として純粋持株会社以外の選択が可能(例:事業持株会社)</li> </ul>
	上場後	<ul style="list-style-type: none"> <li>法人形態として純粋持株会社以外の選択が可能(例:事業持株会社)</li> </ul>

ケイマン法人等では、香港上場する前段階では、ケイマン法人等の株式売買には印紙税がかからないことや、会計監査や税務申告などが不要なため会社維持コストが低いこと、また会社の株主、取締役、定款などが非公開であり、秘匿性が高いことがメリットです。

また、近年、中国が香港に対する政治的影響力を強化しており、香港に対する不確実性が高まっています。上場主体としてケイマン法人等を利用することで、香港法人よりも中国当局の直接的な影響を回避できるメリットがあります。

香港法人を上場主体することのメリットは法人形態として純粋持株会社以外の形態が選択可能な点です。ケイマン法人等では純粋持株会社以外の選択肢はないのですが、香港法人のケースでは事業持株会社を上場主体とすることができます。日清香港の香港上場でも香港事業会社を上場主体としています。

##### ■ 香港上場主体をケイマン法人等、または香港法人とする際のデメリットと留意点

次に、香港上場にあたって、上場主体をケイマン法人等にすべきか、それとも香港法人にすべきか、それぞれのデメリットと留意点について解説します。

上場主体	状況	デメリット (Cons)
ケイマン法人等	非上場	<ul style="list-style-type: none"> <li>世界的にタックスヘイブンであるオフショア法人に対する監視を強化する傾向にあり、将来的な自由度や柔軟性に不確実性がある</li> <li>法人形態として純粋持株会社(ペーパーカンパニー)以外の選択肢は難しい</li> </ul>
	上場後	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場主体がケイマン法人等であっても、香港上場後は香港上場規則が適用されるため、会社関連規制の柔軟性や会社情報の秘匿性は一定程度失われる</li> <li>ケイマン法人等であっても香港上場後は株式売買取引に香港において印紙税*1が課税される</li> </ul>
香港法人	非上場	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国が香港へのコントロールを強化する傾向にあり、中国当局から直接影響を受ける可能性がある</li> <li>非上場企業でも会社情報(株主、取締役、定款など)は公開情報であり誰でも閲覧可能</li> <li>香港において印紙税*1が課税される</li> <li>事業を行わない持株会社でも会計監査、税務申告、登記局年次報告など一定の維持コストが発生</li> </ul>
	上場後	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国が香港へのコントロールを強化する傾向にあり、中国当局から直接影響を受ける可能性がある</li> <li>オフショア法人と比較して香港上場主体の実績が少ない</li> </ul>

\*1: 株式譲渡の場合、売買代金の0.2%が香港印紙税として課税されます。ただしグループ内の資本再編については一定の要件を満たすことで免除される可能性があります。

まず、ケイマン法人等ですが、昨今、世界主要国が協調してケイマン法人等のタックスヘイブン（租税回避地）に対する規制を強化する傾向にあり、将来にわたって自由度や秘匿性が担保されるか不透明な状況です。またケイマン法人等であっても、香港上場後では、株式売買には香港印紙税が課税されます。さらに香港上場後は、香港上場規則が適用され会社情報は公開されるため、非上場時のケイマン法人等の秘匿性のメリットは失われます。

一方、香港法人については、上場前であっても、株主、取締役などの個人情報が公開されたり、株式譲渡にあたって香港印紙税が課税されるといったデメリットがあります。また近年、中国が香港に対する政治的影響力を強化しており、今後、香港法人に対しても何らかの規制強化する可能性もあり、不確実性が高まっていると言えます。

## 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、日系企業は新たな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、成長戦略についても、よりグローバルな視点に立ち、積極的に香港や中国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財務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・アドバイザリーグループ  
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上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2022 KPMG AZSALLC, 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.