

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

増田 耕太郎 *Kotaro Masuda*

(財)国際貿易投資研究所 研究主幹

カリブ海にあるケイマン諸島(英領)は、代表的なタックスヘイブン(税金避難実施国・地域)のひとつ。ケイマンは諸外国から直接投資を受け入れ、諸外国に直接投資を行う投資資金の中継地である。そのため、多くの企業がケイマンに登録した企業を持つ。

中国企業も例外ではない。ケイマンに登録した中国系の私有・ベンチャー企業の中には世界の主要証券市場に株式を上場し資本調達している例も多い。東京証券取引所に上場した企業も現れた。本稿では、中国発・ケイマン経由・ニューヨーク証券市場で上場した中国系企業をもとに、その背景を考えてみる。

2007年8月8日、中国系企業・チャイナ・ボーチー(中国博奇)が、東京証券取引所第1部に上場した。東証に上場した最初の中国系企業である。

同社はHPによると、主に石炭火力発電所で用いられる排煙脱硫・脱硝などの環境保護システムの設置、プロジェクトの受注、管理を行う環境ソリューションビジネスの企業であ

る。2003年設立と若い。正式な社名をChina Boqi Environmental Solutions Technology (holding) co. Ltd.と言い、登記上の会社所在地は“Scotia Centre, 4th Floor, P.O. Box 2804, George Town, Grand Cayman, Cayman Islands”とあり、ケイマン諸島(英領)に本社を置いている。

持ち株会社である同社は傘下に

100%出資の子会社・中国北京博奇電力科技有限公司があり、北京が同社の環境ビジネスの拠点である。北京の子会社は2002年の設立なので、その翌年に持ち株会社をケイマンに設立している。しかも、持ち株会社と北京の子会社の連結従業員数は352名の同数だから、持ち株会社は名目にすぎない。

海外に設立した持ち株会社や金融子会社を経由する投資は中国に限らず多くの国の企業が実施しており、近年増加している印象がある。投資資金管理を目的とした場合は投資額とほぼ全額を投資しているに違いない、持ち株会社を証券市場に上場し資本調達を図っている場合もある。海外子会社に収益を蓄え投資収益を再投資する場合もあるなど目的は多様である。

チャイナ・ボーチーの上場は、日本での知名度を高め資本調達を容易にすることと、日本企業との技術提携の促進に役立つのではとの期待があると推察される。

【中国の対外直接投資とケイマン】

ケイマン諸島と同様な「オフショア」機能を持つ国・地域は世界各地にあり、バーミューダ島（英領）、バハマ、英領バージン諸島などが知られている。

中国の対外直接投資統計（認可ベース）によると、2005年の投資額69.5億ドルのうち、ケイマン諸島の16.1億ドルが最大である。次いで香港（14.4億ドル）、英領バージン諸島（12.8億ドル）と続き、「オフショア」機能がある地域への投資が大きい（図-1 参照）。2005年末までの累計で対外投資額（金融を除くネットフロー）は、ケイマン諸島と英領バージン諸島の2地域で全体の19.1%、香港を加えると82.9%を占める。

中国企業によるケイマンなどの地域への投資は、国有企業が多いとの見方がある。中国の国有企業がケイマンなどに投資し海外企業として登記し、「ケイマン企業」として中国国内に投資する。そうすることで、中国における外資系企業としての優遇策を受け経営コストを削減するのが狙いとしたものがケイマンへの直接

投資額が多い背景の一つと考えられているためである。その投資額は中国の対内直接投資額の20~30%に達するとの見方もある（注-1）。

しかし、注目されるのは、中国の私有・ベンチャー企業によるケイマン経由の投資である。チャイナ・ボーターはその一例といえる。

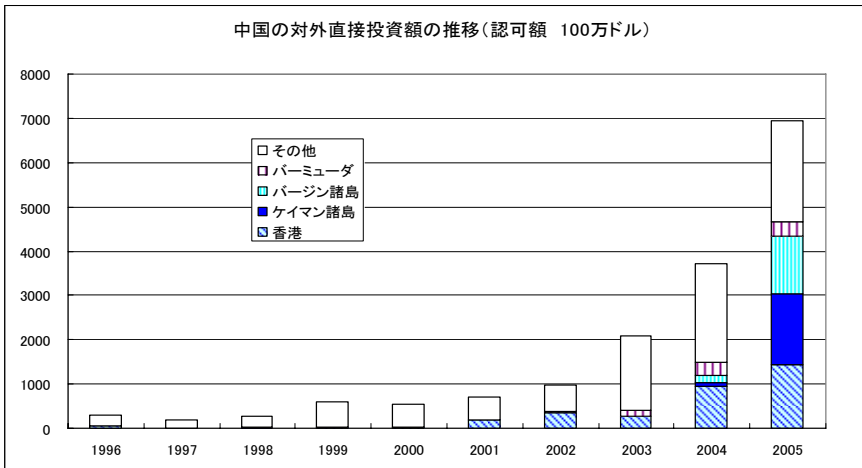
表-1は、ケイマンに設立し米国証券市場に株式を上場している中国系企業の例である。

そのうち、日本との関係があるものを選ぶと

- ①太陽電池セルの大手メーカーであるSuntech Power社（無錫尚徳太陽電力有限公司）は、NASDAQに上場し資本調達するとともに、2006年7月大阪にあるMSKを買収した（注-2）。
- ②旅行サイトの大手企業CTrip社もNASDAQ上場企業で、楽天が資本参加したことで知られている（注-3）。

図-1 中国の対外直接投資額の推移

（認可ベース： 単位 100 万ドル）



出所 『世界主要国の直接投資統計集』（2007年版）

③ 検索エンジンサービスの百度 (Baidu) は、2007年から日本でサービスを開始した (注-4)。

ケイマンに設立した中国系企業の共通的な特徴を表-1他の事例からあげると、次のとおりである。

- 1) 中国で創業して数年後 (早いものは1年後) にケイマンに進出している。ケイマンに持ち株会社を設立し、中国本土にある企業を傘下に行っている。
- 2) 持ち株会社の株式を公開し証券市場に上場している。表-1の企業は米国連邦証券委員会 (SEC) の資料等をもとに作成したニューヨークの証券市場に上場している企業の例である。ロンドン、香港などの証券市場に上場している企業も少なくないと推察される。
- 3) ケイマンの持ち株会社は登記されているだけで実態がない。NASDAQ市場などに株式上場した際、SECに提出した資料 (SECの様式F-1A等) には、登記所在地がケイマンであっても

連絡・照会先 (住所、電話番号など) は中国の事業活動拠点である。

4) 持ち株会社をケイマンに設立し、米国の証券市場に上場する背景は、次の点と考えられる。

- ① 初期段階からの資本調達ができる。ベンチャー企業が多く事業拡大にはスピードと投資が重要となる分野であることから、資金調達目的のためと推測される。
ケイマンの持ち株会社をニューヨーク市場に上場しているのは私有企業である。しかも、起業化の初期段階に近い。このことは、国有企業と異なり中国国内での資本市場での資金調達が容易でない現実を反映している。
- ② 知名度やブランド力の向上を図る。NY市場に上場するのは、需要家などが多い国の証券市場に上場することで知名度の向上を狙う。医薬品、太陽光発電などの分野の企業に目立つ。
- ③ 信頼性を高めること。米国市場の上場企業に要求されるSOX法 (“the Sarbanes-Oxley Act” of 2002 : 「上場企業会計改革&投資

家保護法)の下での財務諸表を作成することで投資家や取引先の信頼を高める。

- 5) ケイマン籍にして中国に投資をすると、中国では外資系企業として扱われ外資系企業の優遇策が得られる。ケイマンに設立した持株会社が保有する中国国内の事業会社、新たに設立する事業会社、中間的企業は外資系企業としての優遇策を受けられる(注-5)。

なお、外国籍の中国系企業による対中国投資は、“Round Tripping”と呼ばれている。

【ケイマン経由を活用する背景】

NASDAQに上場している外国籍企業317社のうち、39社がケイマン籍である。

イスラエル [70社]、カナダ (50社)に次ぐ3番目で、中国籍の上場企業は1社もない。NASDAQ上場企業で「中国企業」と呼ばれるのは、ケイマン等の中国以外に登録している(表-2)。

ケイマンに登録するのは中国系企

業ばかりではない。中国企業だけでなく、多くの多国籍企業が活用している。日本法人の外資系企業の親会社ケイマンである例もある。なお、日本からケイマンへの対外直接投資残高は約214億ドル(2006年末現在)である。

ケイマン経由が多い理由として、さまざまなメリットが指摘されている。

代表的なものは『タックス・シュルター機能』で、事業収益や資産に対する課税が無い節税効果や、銀行取引の内容が法律で秘匿されるなど。

Fenwick & West LLPが指摘しているのは、中国関係ビジネスを行う企業にとって香港、特に香港証券市場との関係である。ケイマン籍の企業は中国や香港の登記企業と同様に香港市場でのIPO (Initial Public Offering: 証券市場における未上場企業の上場に伴う公募増資や株式の売買)が可能である(表-3)(注-6)。

ケイマン、バーミューダに登録した企業は香港市場でのIPOが可能である。一方、米国のデラウェア州の登記企業や英領バーズン諸島の登記企業には認められていない。

ケイマン籍企業と香港の証券市場とは、深い関係がある。例えば、香港証券取引所のGEM（“Growth Enterprise Market”）市場は「成長企業育成」を目的にNASDAQ市場をモデルに1999年11月に開設した。その2年後の2001年10月時点の上場企業のうち、上場申請時の法人登記地がケイマン籍である企業は全体の65.2%、バーミューダ籍が23.9%である。香港籍の企業は4.3%、中国籍企業の6.5%と少ない。一方、上場企業の活動地域別では香港が60.6%、中国が31.9%であった（野村証券調べ）。

また、JETROの「台湾企業による香港市場での資金調達に関する調査」（『中国経済』2007年9月号）で、ケイマン経由で香港市場に上場している台湾系企業を紹介している。その数は47社。うち、ケイマン諸島に本社を登記しているのは31社と台湾系企業の66%を占め、バーミューダ籍の15社、香港籍の1社を大きく上回っている。

ケイマンに登記上の本社をおき、

海外での資本調達や海外投資を行う中国企業は増え続けるに違いない。しかし、ケイマンに設立しても株式公開せず海外直接投資を行う企業のほうが多いだろう。

今後、注目したいのは、中国やシリコンバレーなどで起業化を狙う者が（中国系、中国籍であるかどうか問わず）、ケイマンに登記しケイマン籍経由でシリコンバレーや中国で事業活動を起こす動きである。これが一つのビジネスモデルと考えられている。米国でH-1Bビザ（専門家用就労ビザ）を持つ者のうち、中国出身者が最多である職種が非常に多い。インドがソフトウェア開発分野に偏っているのと異なり中国出身者の職種は広範囲である。米国の大学院で学ぶ中国からの留学生は多い。Baidu.com（百度）の創業者の一人であるRobin Li氏は北京大学を卒業後、NY州立大学に留学、ウォールストリート・ジャーナル（WSJ）紙のオンライン版、INFOSEEKでの検索エンジン開発の経験を経て北京の中関村で創業した。

資本調達のためのIPOをどの市場で行うのかも注目点である。米国で

はSOX法の厳しいルールが株主の信頼を得るのに役立つ一方、『資本市場における米国の優位性は失われ、企業は他国で株式公開するようになる』との批判も根強い。緩やかな資格要件であるロンドン証券取引所の店頭市場（AIM：Alternative Investment Market）との競争は激しくなるだろう。

人民元の為替リスクへの備え、中国における中間的統括企業に対する税制上の扱い、知的財産権保有の問題などが、ケイマン経由の投資を促す動機になる。創業間もない「Early Stage」（あるいは「Start-up Stage」）のベンチャー企業にとって、IPOのための証券市場の選択も視野にいれグローバルな事業展開をするために持ち株会社の立地選択は重要となるに違いない。

(注-1) 世界銀行他の推計として‘Investment outflows To Tax Havens’（“People’s Daily Online” 2004.6.22付）が紹介している。

(注-2) Suntech PowerのMSK買取については本誌66号「事例からみた中国企業の対日投資戦略」を参照

(注-3) 楽天は、CTrip株の20.3%を保有し筆頭株主となっていたが、CTrip株を全て売却すると発表した（2007.8.7）。

(注-4) Baidu（百度）のCEOのRobin Li氏は2番目の進出先として日本市場を選択した。進出理由にHPで、次の説明をしている。「一番の理由として、インターンシップ時代に米国松下電器産業で働いたことが人生を変えてしまうほどの大きなきっかけとなりました。米国松下で学んだ貴重な経験はすべて起業への礎となり、海外進出するにあたり常に日本市場を視野に入れていました。いつしか日本の皆様に恩返しという形で少しでも役に立てるようなサービスを提供したいという強い意思として今日に至っております。」（出所：

<http://www.baidu.jp/search/about.html>）

(注-5) China Grentech Corp LtdのHPでは、外資系企業として中国における事業展開に諸税他の優遇策が受けられていることをあげている。

<http://www.grentech.com.cn/en/>

[FAQ_List.asp](#)

(注-6) Fenwick & West LLP：“Doing Business in China via Cayman Islands”（2007 update）

表-1 ケイマンに登録しNY証券市場等に株式公開している中国系企業の例

中国企業名	登記地	概要	上場市場 (コード)
Actions Semiconductors Co., Ltd	Cayman	<ul style="list-style-type: none"> 半導体設計 (MP3プレーヤー用systems-on-a-chip (SoC) など) 創業 2001 	NASDAQ (ACTS)
Baidu.com Inc. (百度)	Cayman	<ul style="list-style-type: none"> 中国最大の検索エンジン・サービス 百度 2000創業 2005 NASDAQ上場 2006 日本進出 2007.百度検索サービス (「ウェブ検索」「画像検索」をリリース) 	NASDAQ (BIDU)
Ctrip.com International, Ltd	Cayman	<ul style="list-style-type: none"> Ctripは中国旅行サイトの大手、ホテル・航空券予約事業も運営 サイト名: http://www.ctrip.com/ 1999創業 主要事業拠点: 上海 2000ケイマンに持ち株会社を設立 傘下に Ctrip Computer Technology (Shanghai) Co., Ltd., Ctrip Travel Information Technology (Shanghai) Co., Ltd.など (株) 楽天が、約20%出資し資本参加(2004.6)、2007.8. 全株式の売却を発表 	NASDAQ (CTRP)
China Medical Technologies	Cayman	<ul style="list-style-type: none"> 医療機器の製造 1999 北京で創業(Beijing Yuande Bio-Medical Engineering Co., Ltd) 傘下にBeijing GP Medical Technologies, Ltd., 他 2005 NASDAQ上場 	NASDAQ (CMED)
WUXI PHARMATECH (CAYMAN) INC.	Cayman	<ul style="list-style-type: none"> 医薬品・バイオテクノロジーの研究開発のアウトソーシング 2000 上海で創業 2007 NYSEに上場 	NYSE (WX)
Suntech Power Holdings Co.,Ltd	Cayman	<ul style="list-style-type: none"> 太陽電池セルの大手企業(2001創業) 2005.8 ケイマンに持ち株会社として登記 2005.12 NYSEに中国企業として初めて上場 無錫尚徳太陽能電力有限公司 (江蘇省) (2006.7) 大阪のMSKを買収 	NYSE (STP)
Tom Online Inc	Cayman	<ul style="list-style-type: none"> 携帯電話付加価値サービス 事業拠点: 北京 TOM在線有限公司 2004 NASDAQに上場 	NASDAQ (TOMO)
China Grentech Corp Ltd	Cayman	<ul style="list-style-type: none"> 無線通信 事業拠点 深セン 1999創業 (Shenzhen GrenTech) 2003 Caymanに設立 傘下にGrenTech (BVI) Limited, Shenzhen GrenTech 2006 NASDAQ上場 	NASDAQ (GRRF)

出所 IPO などに関する米国連邦証券委員会(SEC), NY証券取引所(NYSE), NASDAQの公表・届出資料および各社のニュースリリース等をもとに作成 (2007.8 現在)

表－２ NASDAQ に上場している米国以外に登記されている「外国」企業数

登記国・地域	企業数	登記国・地域	企業数	登記国・地域	企業数
Argentina	3	Germany	3	PNG	1
Australia	9	Hong Kong	9	Philippines	2
Bahamas	3	India	3	Puerto Rico	1
Bermuda	23	Ireland	6	Singapore	8
Brazil	1	Israel	70	South Africa	3
British Virgin Island	9	Italy	1	South Korea	5
Canada	57	Japan	8	Sweden	2
Cayman Islands	39	Luxemburg	3	Switzerland	2
Columbia	1	Marshall Islands	10	Taiwan	2
Denmark	1	Mexico	3	UK	10
France	6	Netherlands	10	その他	3

〔注〕 NASDAQ に上場した際の登記地別に分類。本稿の表-1 で紹介している中国企業は、ケイマン籍として数えている
合計 317 社

〔出所〕 NASDAQ No-US Listed Companies At 27, July 2007

表－３ ケイマン諸島と他のタックスヘイブン地域等の比較

	出所	ケイマン諸島 (英領)	バージン諸島 (英領)	米国・ デラウェア州	香港	バーミューダ
NASDAQ上場企業数	(1)	39	9	—	9	13
ローカルTAX	(2)	×	×	○	○	×
IPO 【香港市場】	(2)	○	×	×	○	○
IPO 【米国市場】	(2)	○	○	○	○	○
IPO 【英国 AIM】	(2)	○	○	○	○	○
企業設立コスト（投棄税を含む）	(2)	< \$5000	< \$5000	< \$5000	< \$5000	～\$10,000
企業設立に要する日数	(2)	1～3日 (*1)	1～2日 (*1)	1～2日	7～21日	14～35日 (*1)
中国の対外直接投資額（*2）100万ドル	(3)	1,606	1,280	—	1,440	330
中国の対外直接投資累計額（*3）100万ドル	(3)	8,936	1,884	—	36,507	(na)
中国の対内直接投資（実行）額（*4）100万ドル	(3)	1,948	9,022	—	17,949	214

- 〔注〕 *1 マネー・ロンダリング関連法による
*2 2005 年の認可額
*3 2005 年までの累計額（ネット表示、金融業を除く）
*4 2005 年の実行額

- 〔出所〕 (1) NASDAQ NON-US LISTED COMPANIES (3 FEBRUARY 2007) 掲載企業数
(2) Fenwick & West LLP : "2007 Update to Doing Business in China via the Cayman Islands"
(3) 「世界主要国の直接投資統計集」〔2007 年版〕