

「中国に進出した日系中小企業の成長モデル ～上場による資金問題解決策～」

福澤 広 一 郎 奥 村 豊 川 上 泰 央
(慶應義塾大学) (慶應義塾大学) (慶應義塾大学)
(経済学部3年) (経済学部3年) (経済学部3年)

中 村 義 明 溝 淵 友 裕
(慶應義塾大学) (慶應義塾大学)
(経済学部3年) (経済学部3年)

< 要 旨 >

中国に進出する中小企業は増加し続けている。しかし、そのすべてが順調に成長しているわけではない。中国に進出した中小企業にとって問題は多々あるが、特に資金面で2つの問題がある。1つ目は借入枠の制限（投注差）や総量規制（金融引き締め）といった中国特有の規制の問題である。2つ目は中国が成長著しいことによる競争の激化である。1つ目の問題により、資金調達が円滑に行うことができず、成長機会を逸することにつながり、2つ目の問題により、さらに成長する意欲のない企業は競争に敗れる可能性が高くなる。

これら2つの問題に対して、筆者は中国進出した日本の中小企業が中国で上場するという解決策に注目する。上場することで規制に制限されない大量の資金を調達することが可能となり、知名度や信用が得られ、競争を抜け出し、さらに成長することができる。本論では、中国進出した中小企業が上場して得た資金で急成長する段階を「成長段階」とし、上場による資金調達を広義な「資金供給」として定義した。

そして、実際に中国に上場している陸特殊金属工業株式会社と株式会社マツオカコーポレーションの事例や今後上場しようとする企業の事例などのヒアリング調査から、上場するためには、現地化とwin-win関係の合弁が必要なことがわかった。日本企業と中国企業のどちらかが一方的に、利用・管理する合弁体制では、上場することが困難なのである。

以上より、筆者は、「日本企業と中国企業がwin-win関係の合弁をすることで上場し、共に成長していく」という成長モデルを提案する。中国現地法人の現地化を進め、win-win関係の合弁を行い、内部留保を蓄え、上場することができる。上場することで、資金制約・激しい競争という2つの問題を解決し、さらなる成長が可能になる。このモデルには、いくつかの課題が残されているが、中国に進出した中小企業が資金的な問題を解決し、さらなる成長を遂げるための1つの解決策となりうるだろう。

目次

はじめに	第3章 解決策としての上場
第1章 中小企業の中国進出状況と資金調達 の現状	3-1 中国上場とは
1-1 中小企業の中国進出	3-2 外資系企業の上場基準と審査基準
1-2 中国進出した中小企業の資金調達	3-3 上場による問題解決
第2章 中国に進出した中小企業が抱える問題	第4章 上場に関する企業の事例と示唆
2-1 制約の多い資金調達	4-1 ヒアリング事例
2-2 競争が激化する中国市場での成長	4-2 事例が示唆していること
	第5章 結論
	参考文献・参考 URL・ヒアリング協力

はじめに

筆者は「中小企業の成長段階と資金供給」というテーマで、中国進出した中小企業が上場して得た資金で成長する段階を「成長段階」とし、上場による資金調達を広義な「資金供給」として定義し、本論を進めていく¹。

中小企業が抱える問題として資金調達力の脆弱さは大きな問題の一つとして常に挙げられるが、とかく規制の厳しい中国においての中小企業²の資金調達は困難を極める。また競争が激しい中国においては、企業を発展させることが競争に生き残るためにも不可欠であるが、資金調達の困難さにより、発展の展望が描きにくい。

それ故、これらの問題を解決する方法として上場の可能性について考察することが重要であ

ると筆者は考えた。

第1章 中小企業の中国進出状況と資金調達の現状

1-1 中小企業の中国進出

2008年のリーマンショック以降、日本を含めた先進諸国が景気低迷し、経済の不安定が続く一方、中国はそのショックからいち早く回復し、成長率は現在も約10%の高成長を維持している³。景気低迷に苦しむ日本に留まるよりも、中国に進出する日本の中小企業が増加しており、これからもその傾向は続くと思われる⁴。まず、本章では中国へ進出する中小企業の現状を概観する。

1) 進出要因（販売拠点としての中国）

中国に進出する中小企業は、着実に拡大しており今後もこの傾向は続くと考えられる。中国

1 本論文では、日本国外に進出した日系企業の子会社を「現地法人」とし、また日本にある大元の企業を「親会社」と定義づけて論文を進めていく。

2 本論文では、従業員300人以下、資本金3億円以下のどちらかを満たす企業を中小企業とし、研究する対象とした。

3 JETRO（日本貿易振興機構）の中国の基礎的経済指標の統計によると、中国の実質GDP成長率は、2008年は9.6%、2009年は9.2%、2010年は10.3%となっている。

4 帝国データバンク「中国進出企業の動向調査」には、特に中小企業が中国に進出する傾向が強まっているという分析がある。

に進出した理由で最も割合が高いのは、自社製品の売り込みが最も高く、取引先の生産拠点が海外に移転、コスト削減が進出理由として挙げられている⁵。ヒアリング先での調査⁶でも、概ね上記3つの要因を理由に挙げている。

かつて中国は、安価な労働力を利用した生産拠点としての役割が多数を占めていたが、その後の成長に伴い、人件費が上昇し、また中国自体が魅力的なマーケットに変わっていった。中国の位置づけが、中国で生産し日本などに販売するという生産拠点から、中国で生産し販売する販売拠点になりつつある⁷。

2) 進出形態

中小企業が中国に進出する場合の形態として以下の5つが挙げられる⁸。1つ目が「独資企業」⁹、2つ目が「合弁企業」¹⁰、3つ目は合弁企業の一形態でもある「合作企業」¹¹である。この独資企業と合弁企業と合作企業の3種類の企業形態を「三資企業」と呼ぶ。これらの三資企業の他は4つ目に「外商投資株式会社」¹²、5つ目に「合作開発」¹³がある。図表1からわかるように、現在の企業形態は独資の割合が高い。しかし、ヒアリング結果¹⁴から、進出当初は合弁での進

出が多いことがわかった。当初合弁で進出するのは、日系企業が中国での経営ノウハウを学び円滑な経営を行いたいという思惑がある。図表2には、主な形態である独資企業と合弁企業の、日本企業と中国企業のメリットとデメリットがある。

1-2 中国進出した中小企業の資金調達

中国における現地経営資金の調達は¹⁵親会社からの借入により賄うのが最も一般的である。続いて親会社からの増資が多く、親会社に依存した資金調達を行っている企業が多い。その一方、現地邦銀・現地金融機関からの借入を行っている企業は全体の3分の1以下である。現地法人の資金調達の在り方は親会社に依存したものが多く、親会社による資金調達にメリットが存在するというよりも、現地邦銀や現地地場銀行からの借入が困難であるためと考えられる。後述するように、現地邦銀は大企業優先での貸出を行っており、また現地地場銀行は中国企業への貸出が主であるために、中国に進出した中小企業は資金調達の多くを親企業に依存している。

5 「自社製品に自信があり、海外市場で販売しようと考えた」という割合が38.0%と高く、「取引先の生産拠点が海外に移転した」は23.3%、「コスト削減要請に対応するため海外生産の必要性を強く認識した。」は22.2%といった理由が挙げられている。中小企業白書2010 p166 中小企業庁委託三菱UFJリサーチ&コンサルティング(株)「国際化と企業活動に関するアンケート調査」(2009年11月)より複数回答で回答。

6 三木ブリー株式会社、THK株式会社、旭興進株式会社などのヒアリングより。

7 平成21年度中小企業基盤整備機構『中小企業海外事業活動実態調査』によると、現在は生産拠点としての機能が重視されていたが、今後は販売拠点としての機能が重視されるという調査結果がある。

8 関根栄一『再び注目を集める外資系企業の中国国内上場』を参考に作成。

9 100%外資系企業出資の有限会社としての経営である。

10 中国国内の企業と外資系企業の両方が、現金・建物・機械設備・土地使用権・工場所有権・技術等を提供しあい、共同の有限会社として経営される。

11 合弁企業間の投資比率、利益配分、債務分担、清算時の財産帰属などの重要事項を契約によって取り決める形態であり、「契約型合弁企業」とも言える。

12 株式会社として設立される形態。

13 これは「合作企業」と同じ形態ではあるが、石油開発などの際に外国資本を利用する形態である。

14 三木ブリー株式会社、株式会社トルネックス、アサヒユニット株式会社のヒアリング結果より。

15 全体の約45%の企業が「親会社からの借入」によってまかなっており、最も一般的であることが分かった。続いて「親会社からの増資」が約35%で、以上2つの親会社に依存した資金調達を行っている企業が大部分を占めている。その一方「現地邦銀からの借入」を行っている企業は全体の約24%、「現地金融機関からの借入」を行っている企業は約19%にとどまっていた。平成20年度 中小企業総合研究機構『投資立国化における海外進出中小企業の実態に関する調査研究』P61 アンケート「海外進出について、今後改善されることを望む点はどのような事でしょうか？」より。

図表1 対中直接投資の形態

	1998年	2000年	2002年	2004年	2006年	2008年
合併企業	33.2	31.5	22.4	18.0	20.7	18.7
合作企業	22.4	13.0	7.5	5.1	2.8	2.1
独資企業	41.8	55.0	69.2	76.4	66.6	78.3
合作開発	0.1	0.2	0.1	0	0	0
外商投資株式会社	2.6	0.3	0.9	0.5	0.6	0.9

(単位は%) 出所:陳 建安「中国の海外直接投資受入の経済的効果とその政策調整」p745 図表より筆者作成

図表2 独資と合併のメリットとデメリット

	独資企業	合併企業
日本企業のメリット	<ul style="list-style-type: none"> 自由に会社経営方針の決定ができる 利益を享受できる 	<ul style="list-style-type: none"> 日本側の投資資本が少なく、出資比率によっては国内企業待遇を受けられる 中国側の資産、労働力、販売ルート、人脈などが利用できる
日本企業のデメリット	<ul style="list-style-type: none"> 日本側の投下資本が多く、全て独自力で企業運営する必要がある 	<ul style="list-style-type: none"> 中国側親会社との協調が必要であり、中国側親会社からの影響が避けられない 中国企業側が経営権を乗っ取る危険性
中国企業のメリット	<ul style="list-style-type: none"> 自由に会社経営方針の決定ができる 利益を享受できる 	<ul style="list-style-type: none"> 日本企業の高い技術力やシステムを学べる 独資に比べ投資資本が少なくて済む
中国企業のデメリット	<ul style="list-style-type: none"> 全て独自力で企業運営する必要がある 	<ul style="list-style-type: none"> 日本企業と強調する必要性

出所:ヒアリングより筆者作成

第2章 中国に進出した中小企業が抱える問題

本章では現状をふまえ、中国に進出した中小企業が直面している「制約の多い資金調達」、「中国での競争が激化している問題」の2つの問題について述べていく。

2-1 制約の多い資金調達

1) 借入枠 (=中国語で投注差とも呼ばれる)

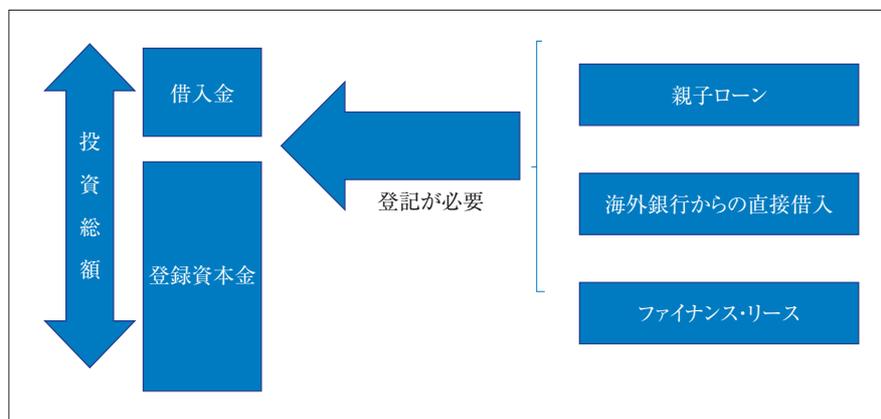
図表3にあるように、中国で外資系企業が設立する際に必要な資金として、登録資本金¹⁶と

借入金があり、その合計を投資総額と呼ぶ。そして、資本取引が完全に自由化されていない中国では、図表4にあるように、会社の規模に応じて、外貨での借入金が制限されている。また、中国政府は自国内の外債を管理するために、投資総額と登録資本金の差額である借入枠に対して外債登記を義務付けており、借入枠の管理は外資企業にとって複雑なものとなっている¹⁷。このような制限によって、中国の現地法人は外貨による円滑な資金調達を行う事は難しい現状にある。

16 あらかじめ中国政府に登録する資本金のこと。

17 なお、借入枠を超えた資金調達を行う場合には、増資によって、いったん登録された投資総額そのものを増やす必要がある。

図表3 借入枠の概要



出所:ヒアリング資料より筆者作成

図表4 投資総額と資本金

投資総額	投資総額:資本金	備考
300万ドル以下	10 : 7	
300万ドル超~1000万ドル以下	2 : 1	投資総額が300万ドル超~420万ドル以下の場合、最低資本金は210万ドル
1000万ドル超~3000万ドル以下	5 : 2	投資総額が1000万ドル超~1250万ドル以下の場合、最低資本金は500万ドル
3000万ドル超	3 : 1	投資総額が3000万ドル超~3600万ドル以下の場合、最低資本金は1200万ドル

出所:ヒアリング資料より筆者作成

2) 人民元貸し出しによる総量規制 (=金融引き締め)

中国では2007年10月以降、国内の人民元を管理するため貸出・預金金利を引き上げて、貸出の総量規制を強化している。図表5にあるように、2007年9月末時点の約3兆5000億元から、ほぼこの水準で累積の貸出残高の増加が抑制されており、総量規制の結果、年間の貸出残高が9ヶ月分で打ち止めされたことが分かる。このように金融引き締めによって金融機関による貸出は減少し、中小企業にとって借入がさらに困難になっていると考えられる。実際ヒアリングによると¹⁸、総量規制の影響で、現地の中

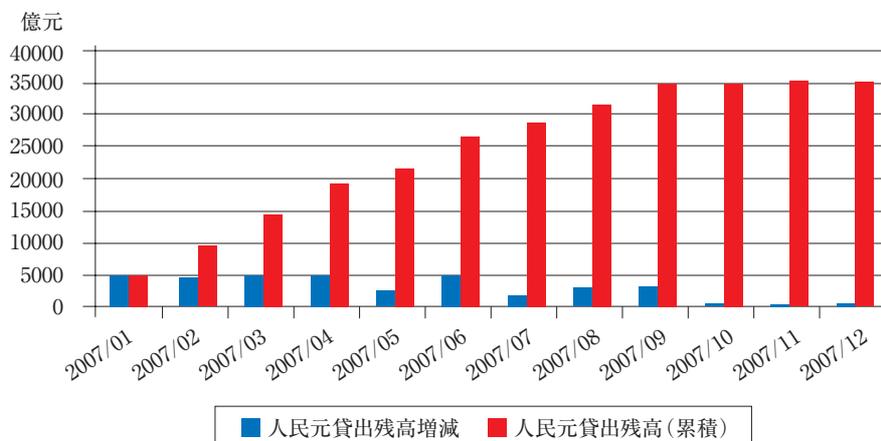
小企業でさえも現地地場銀行からの貸出を受けることは難しく、日本から進出した中小企業が地場銀行から貸出を受けることはなおさら厳しい現状にある。また現地邦銀は制限された貸出の大部分を日本の大企業あての融資に充てており、日本の中小企業が現地邦銀からの貸出を受けることも同様に厳しい状況となっている。このことから中国に進出した日本の中小企業にとって、金融機関による融資をうけることは非常に困難である。

2-2 競争が激化する中国市場での成長

現在、中国市場は大きな拡大をみせているが、

¹⁸ S監査法人のK氏 (中国の公認会計士) へのヒアリングより。

図表5 人民元貸出残高増減の推移



出所:関根栄一「再び注目を集める外資系企業の中国国内上場について」より筆者作成

それを超えてその魅力的な市場に参入する企業が増えている¹⁹。ヒアリング²⁰によると、中国国内の競争は日本国内のものとは比較にならないほど激化している。今まで発展してきた中国沿岸部の大都市はもちろん、今後は中部、西部地域等の、開発が遅れた内陸部が成長期に入っていく。こうした現状から、外資系企業の中国進出の流れは今後も続くと考えられる。

そこで筆者は、市場のシェアを維持・拡大するために、さらなる成長が必要であると考え。現状ではその手段として親会社からの出資による増資によって資金を調達する形が一般的であるが、資金力に限りのある中小企業の親会社による増資には限界がある。また、中国に進出した現地法人は金融機関からの借入が困難であり²¹、金融機関からの大きくまとまった額の資金調達をできない現状がある。このように中国に進出

しある程度経営が軌道に乗ってきたとしても、制約の多い資金調達や激しい競争が存在することで現状からさらなる発展を望むことは難しい。そこで筆者は中国国内で上場して資金を調達しさらなる発展を描けると考える。第3章ではさらなる発展の解決策としての上場について言及する。

第3章 解決策としての上場

3-1 中国上場とは

1) A株とB株について

中国は上海と深圳²²に株式市場があり、それぞれ1990、91年に開業している。またそれぞれA株・B株と呼ばれる株式がある。A株市場は中国国内の投資家に限定した市場で、人民元で取引されている。B株は外貨で取引する市場

19 JETRO（日本貿易振興機構）の統計データによれば2010年の中国国内投資424,200万ドル、世界全体で10,573,500万ドルであり、前年度よりも世界全体で17.4%拡大している。

20 横浜銀行のヒアリング結果より。

21 三木ブリー株式会社、株式会社トルネックス、アサヒユニット株式会社のヒアリング結果より。日本の低金利に比べると中国の金利は高く、特に外資系中小企業に対しては高い金利を求められる場合が多いため。アサヒユニット株式会社では、10%超の金利を設定されたと述べていた。

22 香港市場について：香港は1997年に中国へ返還されたが、中国は香港を海外に近いように扱っている。そのため金融・証券でも、中国と香港の間には完全に自由な交流はできていない。しかし実際、規制の多い上海、深圳の市場に比べて、香港市場は歴史ある成熟した市場であり、金融サービス全般が進んでいる。そのため「自由」な市場である香港市場に上場する企業も多い。

である²³ (図表6参照)。

2) 外資系企業のA株上場

外資系企業のA株上場は主に台湾系企業が中心であるが、台湾以外での外資では日系企業の上場例がある。その例として広島県福山市の織

維中堅メーカーである株式会社マツオカコーポレーション、東京都町田市の自動車部品メーカーである陸特殊金属工業株式会社、岐阜県関市の縫製加工メーカーである株式会社ミツワなどが挙げられる (図表7参照)。

図表6 証券取引所概要

種類	上海証券取引所		深圳証券取引所	
	A株	B株	A株	B株
通貨	人民元	米ドル	人民元	香港ドル
概要	中国国内の投資家に限定した市場	主に海外投資家向けの市場	中国国内の投資家に限定した市場	主に海外投資家向けの市場

出所:各種資料より筆者作成

図表7 外資系企業のA株上場実績

上場会社名	上場日	取引所	業種	親会社(国・社名)	発行金額(万元)
瀋陽東大阿爾派軟件 株式有限公司	1996年6月18日	上海	IT	日本:アルパイン株式会社	10,470
上海茉織華漂染有限 公司	2001年3月28日	上海	繊維・ 服飾	日本:株式会社マツオカコーポレーション	132,840
浙江国祥製冷工業株 式有限公司	2003年12月30日	上海	家電	台湾:陳天麟	29,200
寧波東睦新材料株式 会社	2004年5月11日	上海	機械	日本:陸特殊金属工業株式会社	45,000
合肥榮事達三洋電機 株式有限公司	2004年7月27日	上海	家電	日本:山洋電気株式会社他	22,100
江蘇三友集団株式有 限公司	2005年5月18日	深圳	繊維・ 服飾	日本:株式会社ミツワ	15,975
深圳成霖潔具株式有 限公司	2005年5月25日	深圳	建材	台湾:Globe Union Industrial (BVI) Corp 他	43,860
広州海鷗衛浴用品株 式有限公司	2006年11月24日	深圳	建材	台湾:中余投資有限公司他	35,734
深圳信隆実業株式有 限公司	2007年1月12日	上海	機械	台湾:利田發展有限公司他	89,460
晋億実業株式有限公 司	2007年1月26日	上海	機械	台湾:Chin Champ Enterprise Co. Ltd 他	23,120
上海漢鐘精機株式有 限公司	2007年8月17日	深圳	家電	台湾:Capital Harvest Technology 他	34,504
上海斯米克建築陶瓷 株式有限公司	2007年8月23日	深圳	建材	台湾:斯米克工業有限公司他	48,260

出所:関根栄一「再び注目を集める外資系企業の中国国内上場」図表より筆者作成

23 B株はもともと海外投資家に限定した取引であったが、2001年から中国国内の個人投資家にも取引が解放されるようになった。解放された当時は一気に大量の資金がB株市場に流れ込んだものの、上場銘柄数や時価総額など、市場規模はA株の10分の1程度であるB株は直近に新規上場実績がないので、将来的にA株との統合や廃止などが考えられる。

3) 中国当局による外資系企業の上場推進

中国当局は2009年に「適当な時期に適当な外国企業による人民元建ての株式発行を認める」²⁴・「外国企業の中国上場を推進し、証券市場の規模を拡大する」²⁵と声明を発表しており、中国当局も外資系企業の上場に推進的であることが窺える。今後、中国国内企業だけでなく、より多くの海外企業が中国国内で上場することができると考えられる。

3-2 外資系企業の上場基準と審査基準

中国国内企業のA株の上場基準は、主に中国の「証券法」「株式新規公開発行上場管理弁法」および「株式上場規則」等関連法規に従っている。外資系企業（合弁企業など）はこれにさらに特別法令が加わる。主な内容としては（1）上場申請前3年間、外資系企業に対する年次審査をクリアしなければならない、（2）5名の発起人のうち、中国側が半分以上の3名以上でなければならない、（3）上場後、外資株の割合は

株式資本総額の10%を下回ってはならない、などがある（**図表8**参照）。日本独資で上場を考える企業は、上場基準自体は満たしている企業が多い。しかし審査基準では中国国内企業優先となり、また言語の壁があるため、審査がなかなか進まず審査基準が満たされることがかなり困難な状況にある。²⁶

3-3 上場による問題解決

本章では2章で述べた問題の解決策としての上場について考察する。

1) 効果的な資金調達手段としての上場

前述したように、中国に進出した中小企業は資金調達の制約という問題を抱えている。それは外貨による借入が借入枠によって制限されており、金融機関を通じた間接金融が中国において効果的な資金調達的手段となり得ていない²⁷という制約によるものである。

そこで筆者は、中国における効果的な資金調達手段として、上場による直接金融に注目した。

図表8 外資系企業の上場に関する特別法令とその内容

特別法令名	「外商投資株式会社の設立にかかる若干の問題に関する暫定規定」 「外商投資企業の上場にかかる問題に関する若干の意見」 「外商投資株式会社の株式募集説明書の内容と書式に関する特別規定」
内容	<ul style="list-style-type: none"> ・ 上場予定の外商投資企業は、事前に株式会社（外商投資株式会社）に変更しなければならない。 ・ 上場申請前の3年間、外商投資企業に対する年次検査をクリアしなければならない。 ・ 5名の発起人のうち、中国側が半分以上の3名以上でなければならない。 ・ 上場後、外資株の割合は株式資本総額の10%を下回ってはならない。 ・ 上場後、外国人投資家が保有する株式が株式資本総額の25%を下回った場合には、外商投資会社の認可証明書を返却しなければならない。

出所：関根栄一『再び注目を集める外資系企業の中国国内上場』図表より筆者作成

24 中華人民共和国中央人民政府2009年4月29日『国発〔2009〕19号』より。
25 『中国資本市場発展報告 第二節 中国資本市場発展的戦略措施（2008-2009）』より。
26 K氏へのヒアリングより。
27 前述したように、総量規制による問題と日本とはかけ離れた金利差がその要因である。

現地法人にとって上場の魅力とは、前述した2つの制約に左右されない資金調達を行える点である。まず、筆者が考えているA株での上場は人民元で取引が行われるため、外貨を規制するための制約である、借入枠に含まれない資金調達手段となるのである。また、上場は直接金融であるため、金融機関の影響を受けない資金調達手段であり、間接金融であるがゆえの制約を受けることもないのである。従って、上場による資金調達は、中国における制約から脱却した効果的な資金調達手段と考えられる。

2) 上場で得られる、激化する競争を抜け出す大きな成長力

前章では、競争が激化する中国市場の現状を踏まえ、市場のシェア維持・拡大のためにさらなる成長が必要であると述べたが、その手段として筆者は上場が最適な戦略であると考えている。それは上場がもたらす以下2つのメリットが企業の成長に繋がると考えたからだ。

1つ目のメリットは、上場によって制約のない多量の資金²⁸を得られるという点である。現状現地法人は、制約の中親会社に依存した資金調達手段で設備投資²⁹を行っているがその資金を自らの力で、そして今まで以上の量を調達することが出来るようになるのである。

2つ目のメリットは、上場する事で中国国内において知名度を得られるという点である。上場により知名度を上げることは現地法人の価値向上につながり、取引先の拡大や優秀な人材の確保に繋がる。これは内販が進んでいる中国において大きな強みとなることが推測

される。

このように上場は、現地法人にとって現状を上回る成長を生むものである。しかし、上場による成長の可能性はそれだけにとどまらない。上場によって、多くの資金を獲得し、また中国国内で知名度を上げることは、現地有力企業と新たな合弁会社を作る可能性を生み出し、それは現地法人のさらなる成長機会となるのである（**図表9**参照）。

第4章 上場に関する企業の事例と示唆

本章では中国市場A株に上場した中小企業、今後上場する予定の中小企業に実際にヒアリングを行い、事例を調査し、そこから得られる示唆について言及する。

4-1 ヒアリング事例

1) 陸特殊金属工業株式会社（**図表10・11**参照）

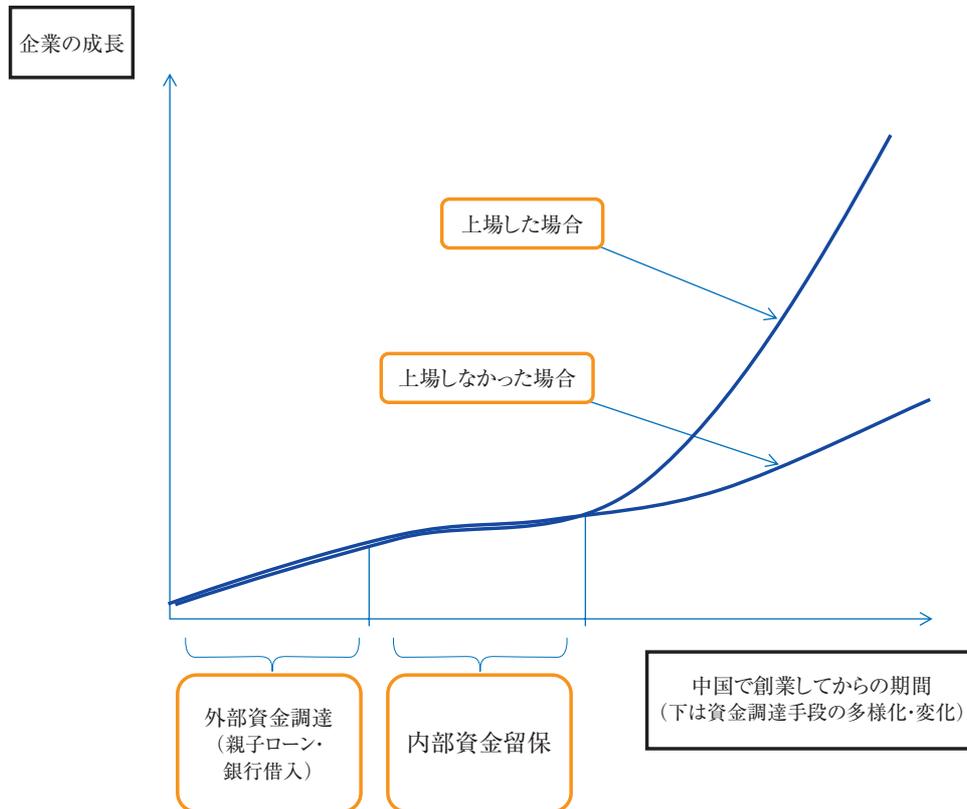
陸特殊金属工業株式会社（以下陸）は、日本国内では国内シェアが20位にも届かない企業であったが、1992年に香港に独資で、1994年に上海に合弁で現地法人を設立した。中国国内のシェア1位を誇るパートナーと合弁会社を設立したことで中国における現地法人の地位を高めた。この背景には中国の企業側にも、日本の企業と手を結ぶことで、技術の向上や中国国内におけるシェア1位を確固たるものにしようとする狙いがあった。

一般的に合弁を行う際には日本の親会社が、中国に進出した現地法人の経営を管理しようと

²⁸ 次章で詳しく述べるが、実際の上場した陸特殊金属工業株式会社へのヒアリングによると、上場した結果、現地法人の資本金は約10倍にまで増えた。

²⁹ 企業にとって設備投資を行い、規模を大きくすることが成長につながる。

図表9 筆者の考える上場による中小企業成長グラフ



出所:筆者作成

(備考)図表は上場によって企業の成長が促進され、急速に発展できるという筆者の考えたグラフである。

する傾向があるのに対して、同社はそれをしなかった。本来であれば合弁会社設立時の出資比率が6：4と相手を上回っていたため、経営権を持つことも可能であったが、あえて中国側に主導権を渡し、経営を中国企業側に任せた。この結果、企業が成長し、上場できた大きな要因となったと述べていた。

同社が上場をめざした理由は、中国での借入が自由でない上に、金利が高いため、設備投資の資金調達に毎年多くのコストがかかっていたことによる。さらなる発展を目指すうえで不可欠と判断し、海外進出の12年後に上場した。

上場で得た資金をもとに、毎年4億円以上の設備投資を実施し、中国の国内シェア40%を

目指した。しかし、中国では市場の拡大スピードが早く、現地法人を9法人、従業員約3500人と中国の中小企業の基準を超える現在でも、中国国内シェア40%は達成されていない。この現状に対して上場をしていなかったら逆にシェアを落としていたと述べていた。

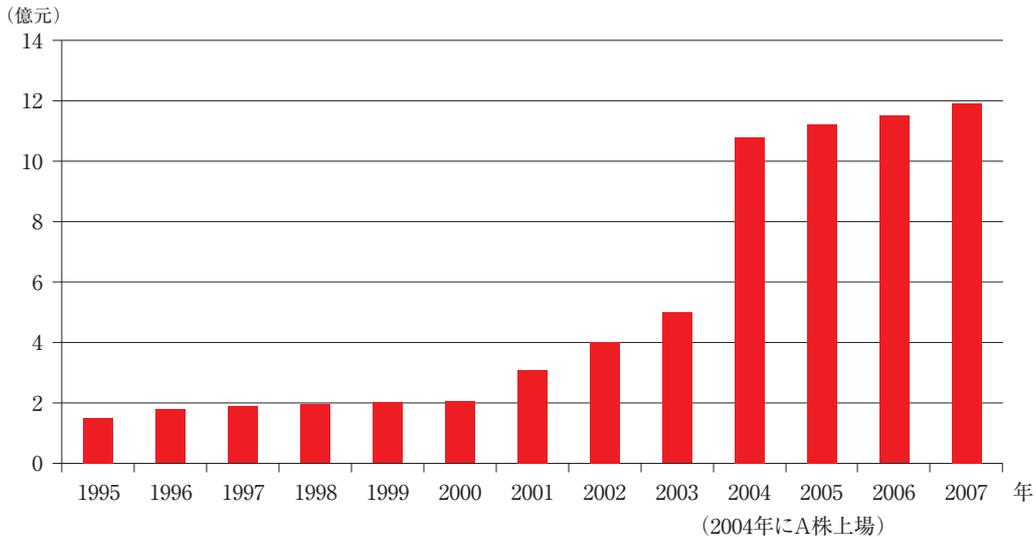
こういった現地法人の成長は親会社にも好影響を及ぼした。同社では株式上場による配当を毎年700万元得ており、配当は親会社にとっての大きなメリットであると述べていた。また、中国で大きなシェアを誇る現地法人の親会社ということで、企業価値が上がり、日本国内における取引先との関係もより良いものとなったと述べていた。

図表10 睦特殊金属工業株式会社の概要

会社名	睦特殊金属工業株式会社
資本金	4520万円
従業者数	53人
事業内容	粉末焼結合金の生産工場として生まれた。1973年に睦特殊金属工業株式会社として独立すると、電機・機械・自動車等の構造部品を供給して着実に発展。現在は軸受、自動車部品、OA機械部品等を製造する粉末冶金の専門メーカーである。
事業沿革	1946年 世田谷区奥沢町に合資会社設立 1963年 東京都町田市に粉末焼結合金の生産工場を設立 1990年 株式会社ムツミ設立 1992年 睦特殊金属株式会社、香港に事業設立 1994年 中国浙江省寧波市に粉末焼結合金の生産工場として寧波東睦粉末冶金有限公司設立 2001年 寧波東睦粉末冶金有限公司、上海市場上場準備のため寧波東睦新材料股份有限公司に社名変更 2004年 寧波東睦新材料股份有限公司、中国上海A市場に上場 2011年 日本に4か所、中国に10ヶ所（香港含む）の拠点を持つまでに成長
上場した経緯について	海外進出後10年経過した2004年、さらなる企業発展のための設備投資の資金調達を目的として上場。中国では借入れが自由でない上に、金利が高いため、設備投資の資金調達に毎年多くのコストがかかっていた。

出所:ヒアリングより筆者作成

図表11 年度別寧波東睦新材料株式会社の総資産変遷



出所:ヒアリング資料より筆者作成

(備考)寧波東睦新材料株式会社の設立からの総資産を年度別にグラフにまとめたものである。2004年にA株上場を果たしており、総資産は前年度の約5億元から約11億元まで増えている。上場によって大きく資産が増えていることが分かる。

2) 株式会社マツオカコーポレーション (上海茉織華漂染有限公司) (図表12・13参照)
株式会社マツオカコーポレーション (以下マツオカ) のヒアリングは中国浙江省にある現地

法人、上海茉織華漂染有限公司で行い現地法人から直接上場についての経緯を聞くことができた。

マツオカは1990年浙江省に現地法人を設立、

図表12 株式会社マツオカコーポレーションの概要

会社名	株式会社マツオカコーポレーション
資本金	1億7250万円
従業員数	103人
事業内容	縫製、洗い加工、生地開発と生産、及び貿易業務
事業沿革	1956年 松岡呉服店創業 1962年 松岡繊維工業を設立 1982年 韓国で委託生産を始める 1986年 中国北京で委託生産を始める 1990年 浙江茉織華制衣有限公司 1990年 中国進出 1999年 上海B株上場 2001年 上海A株上場
上場した経緯について	中国の企業と合併して進出。1999年には8社あったグループ企業を合併し、上海B株上場をした。その後2001年に上海A株で上場する。 上場して得た資金を設備投資に用いて、さらなる発展を目指した。

出所:ヒアリング調査より筆者作成

図表13 年度別上海茉織華漂染有限公司総資産変遷



出所:ヒアリング資料により筆者作成

(備考) 上海茉織華漂染有限公司(株式会社マツオカコーポレーションの現地法人名)の設立からの総資産を年度別にグラフにまとめたものである。総資産はB株上場を果たした1999年には前年度4億7000万元から13億9000万元まで増えており、A株上場を果たした2001年には前年度の18億1000万元から25億9000万元まで増えている。上場によって大きく資産が増えていることがわかる。2004年には前年度の41億元から29億1000万元まで減っているが、これは企業内にて印刷業など他部門を分社したため総資産が減っているものである。

自工場による生産にし、現地に日本人スタッフを派遣することによって品質をあげ、業績を伸ばした。その背景には中国の委託生産において、現地の従業員と商品に対する価値観が異なり、

不良品による品質悪化や、従業員の商品の横領などが原因で事業が思い通りにいかなかったという理由があった。その後現地法人は発展し、上海市場で1999年にはB株に上場、2001年に

はA株上場し、工場を増設、企業規模を大きく拡大した。A株上場の際の費用には3683万元（当時のレートで約6億円）かかったが、その費用は上場によって集めた資金から払った。

同社はA株上場当時、現地法人の株式を60%保有していたが、現在は100%保有している。これは、中国企業が縫製業から手を引いて不動産業に方針転換した結果であり、発展的解消である。同社は現地化の方法として、現地の中国人を日本で2～3年間研修をさせ、その後現地に戻すことによって、従業員の質の向上をはかっている。そのため現状として現地法人に派遣している日本人は数人である。

3) THK株式会社（図表14参照）

THK株式会社（以下THK）は日本では下水道が整備され、水質の問題はピックアップされなくなり、中国や東南アジアではこれからその分野での需要が伸びると予測し、自社の商品が中国で受け入れられる勝算があったため中国に

進出した。実際に進出して10年がたった今、売り上げは中国現地法人が親会社を上回っている状況である。

中国進出した際は、同社と住金物産と中国のある企業との合弁企業であったが、中国の企業の売掛金の支払いが滞るなど問題があったため、中国の企業を合弁から追い出した。

現在は、内部留保による資金調達メインであり、設備投資の際には親会社からの増資を行っているが競争の激しい中国で生き残るために、更なる発展の必要性を感じ、より一層の設備投資や企業買収も視野に入れ、今後上場を目指している。

また、同社の株の約10%分を社員に持たせている。現地法人の周辺には20社近くのコピー会社が存在しており、人材の引き抜きが激しい。その中で、社員に株式を保有させることにより、会社のために働くという意識を芽生えさせ、中国の大きな問題でもある、人員流出を防

図表14 THK株式会社の概要

会社名	THK株式会社
資本金	4800万円
従業者数	90人
事業内容	ロータリーブロー（浄化槽）の製造・販売
事業沿革	1948年 THKを創業 1953年 THKを埼玉県久喜市に設立 1963年 TH商事を設立 1994年 中国江蘇省に現地法人を設立 2000年 中国江蘇省に現地法人を設立 2002年 中国江蘇省に現地法人を設立 2011年現在 競争の激しい中国での更なる成長を目指し、中小企業の上場が主の深圳市場での上場を目指している
上場を目指す過程	現在は上場を目指している段階にある。中国では競争が激しいため、さらなる発展の必要性を感じたため。

出所:ヒアリングより筆者作成

いでいる。上場を行う事が企業の飛躍的な発展につながるだけでなく、株の価値向上という意味で、社員のモチベーションの向上を図る狙いもある。

4-2 事例が示唆していること

実際に上場している、睦、マツオカの2つの事例、いまだに上場していないTHKの事例の共通点と相違点から、筆者は上場へのプロセスには、現地化とwin-win関係での合弁の2つの要素が必要であると考えた。

3つの事例の共通点として、現地法人の現地化を行っているということが挙げられる。ここから中国に進出して上場を検討するような企業の多くが現地化に成功しているということが示唆され、よって現地化は上場に必要であるということが言える。当然であるが、上場にはまず、先述した上場基準を達成しなければならず、そのために現地法人の業績がいい状態であることが必要である。そのために現地化が必須になってくる。上場基準における現地化のメリットが2つあり、第一に圧倒的に割高な日本社員の人件費削減につながる。第二に、現地化を行い、日本人ではなく現地の人に経営を任せることで、言語・文化の壁が解消され、経営を効率的に行うことができ、業績の向上につながる。K氏も、現地の経営を中国人にほぼ一任することで中国企業との取引も増え、また現地金融機関から、中国企業と同じ条件で融資を行う事ができると述べている。睦の社長も、日系企業が上場を行わない理由として「中国での現地法人の自主性を制限している事」があると述べていた。現地化を行って経営を中国側に一任するこ

とが上場につながると言える。

一方で審査基準においても現地化は重要な役割を果たす。第一に現地化することで言語の壁がなくなり、審査や監査がスムーズに行われる。第二に、審査する中国の証券取引委員会に対して安心感を与えることができる。現地化も行っていない日系企業が、いざ上場しようとした時に、中国企業と同じように審査されるとは、特に中国では考えにくい。現地化することによって当局の抵抗感をある程度減らすことができる。

このように、3つの事例の共通点から現地化が必要であることが分かった。しかし、THKは現地化を行っているにも関わらず、上場ができていない現状がある。そこで筆者は3つの事例の相違点より、上場に必要である2つ目の要素を導き出す。

ヒアリングより示唆される3つの事例の比較によって導き出された相違点には、現地法人が日本企業と中国企業との対等な合弁企業であるか否かがある。現在、**図表1**にあるように中国に進出した現地法人の形態には独資によるものが大部分を占めており、その大半は進出当初ノウハウを培う点で合弁企業の形態で進出したものの、日系企業の一方向的な戦略から最終的に合弁を解消し独資で経営を行っている。しかし、実際に上場した睦とマツオカは、進出した際、中国企業と対等な関係の合弁企業の形態をとったのである。筆者はこの点こそが上場における大きなポイントではないかと考える。上場ができていないTHKの事例を見てみる。THKは進出当初こそ中国企業との合弁という形態をとっていたが、中国企業の問題で現在はその関係を

解消している。K氏は、中国側からみて上場を審査する際に、中国の企業との合弁会社の方が日本の独資企業よりも優位になると述べていた。

THKは現地化を進めており、上場条件をクリアしている企業である。しかし、上場するには中国企業との合弁企業であることも重要な条件となってくるのである。

ここで言及しておきたいのは、合弁企業によって現地法人を設立することは、**図表2**にあるような中国企業の影響を受けること、そしてそのことで一定のリスクを背負うということだ。現地法人の割合に日本からの独資企業が多いことは、こうした要因があるからであり、実際ヒアリングの際に、陸の社長は、中国企業と対等な合弁企業を作るという行為に対して、多くの方に「中国人に企業を乗っ取られる」からやめるように忠告されたと述べていた。しかし筆者はこの問題は、本当の意味で日中の両者にメリットのあるwin-winの形で合弁企業を設立することで解決できると考える。K氏は日系企業が、日本の企業の一方向的な戦略で中国に進出し、日系企業の思惑だけで事業を行うのではなく、日本企業と中国企業が共にメリットを持っていれば解決できると述べていた。これは陸が中国企業との合弁に際しての成功要因として述べた、相手を信頼するということにもつながる。

以上のように、ヒアリング事例から、経営を現地の中国人にほぼ一任する現地化と、現地法人を中国企業とのwin-winな形での合弁企業で行うことの2つの要素が、現地法人の上場に必要であると示唆されている。

第5章 結論

本章では結論として、前章で示した事例と示唆から、筆者が考える日系企業のさらなる発展を描くためのモデルを提案し検証する。

筆者は「中国に進出した中小企業は、現地法人の経営の大部分を現地中国人に任せ現地化を図り、またその形態は中国企業とのwin-winな関係の合弁にする。そして経営がある程度軌道に乗り内部留保で資金調達が可能になるようになったところで、中国で上場を行いさらなる発展を狙う」というモデルを提案する（**図表15・16**参照）。

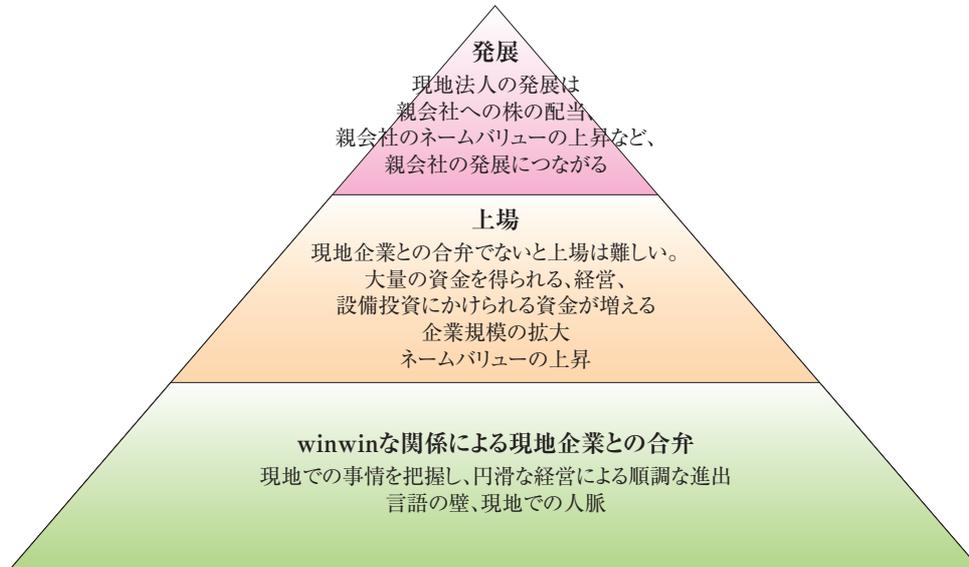
中国市場で上場することは資金調達の制約・激しい競争という2つの問題を解決できる。上場を行うことで、大量の資金を確保することで工場建設等の設備投資を行う事ができ、さらに現地法人の知名度を得ることができ、中国国内でのより一層の発展につながるのである。そして上場するためには現地化を行い、さらに中国企業とのwin-winの関係で合弁を結ぶ必要があ

図表15 筆者の考える中小企業発展モデル

現地での進出形態	合弁企業で行う(中国企業とのwin-winの関係)
経営	現地の中国人に一任する
上場	中国国内での事業経営がある程度成功しており、また上記の経営が現地化できている状況になった際、上場を行ってさらなる発展を狙う。

出所:筆者作成

図表16 本論文で提案する発展の流れ



る。合併の際に一方的な戦略から現地経営を行うというやり方は、中国企業との対等な関係にはならず、win-winな関係の合併とはいえない。しかしながら、事例からもわかるように、上場を行った企業は、中国企業との対等な関係（win-winな関係）を結んだ結果上場でき、さらなる発展を描けたのである。

以上が、筆者が考えた中国に進出した中小企業が上場による資金調達で更なる発展を描くという成長モデルである。しかし、このモデルにはいくつかの課題が存在する。以下それらを検証する。

まずは、中国企業との合併に対するリスクの問題である。実際にヒアリングを行った際³⁰、この上場による中小企業発展モデルを提案したところ、中国での上場は資金調達面において、中国に進出した企業が発展する上で重要なことであると賛同を得た。また上場を行うのであれば、中国企業との合併企業で、中国人による経

営を行うことは重要であると述べていた。ただし現状では、中国に進出した現地法人において当初は中国企業との合併であってもその形態が続いている企業の割合は低く、途中から完全独資で経営を進める例が多いとも指摘された。実際にヒアリングを行った企業にもそのような事例が見られる。この背景にはやはり中国企業との合併によるリスクを無視できないことがある。そのようなリスクを軽減するための手段として、日本政策投資銀行の小山氏は「中国の事情に詳しい第三者の必要性」を述べていた。中国に進出する現地法人に適した、信頼のおける企業を第三者がスクリーニングする仕組みを作ることが、両社にとってより良いパートナーをマッチングできる。つまり、合併によるリスクを回避することは可能であると考えられる。

次に、現地子会社の成長が日本の親会社の成長にいかにつながるかという問題である。筆者は現地法人の上場によって、日本の親企業には

30 上海茉織華漂染有限公司、日本政策投資銀行へのヒアリングの際。

株式の配当を受けられること、また知名度が向上して、企業価値が上がることの2つのメリットがあると考えます。1つ目は配当金によって、資金を得られるというメリットがあります。睦の事例では親会社は全体の33%の株式を保有しているが、これによって毎年700万元の配当を受け取っている。当然、資金面での不安を抱える中小企業にとって毎年安定した配当を受け取れるということは大きなメリットであると言えます

う。2つ目は知名度の向上による企業価値の上昇というメリットである。中国で成長し、中国におけるシェアを拡大することは、日本にある親会社の知名度を上げることにもつながるのである。睦の事例では中国における現地法人の成長が、日本における取引先の拡大という結果につながったと述べていた。現地法人の成長は親会社にとって良い影響を与えるのである。

参考文献・参考 URL ・ヒアリング協力

【参考文献】

- 株式会社パワートレーディング編集 [2004] 『中国進出企業経営戦略ハンドブック』 明日香出版社
- 丸山武志・山田英司・手塚貞治 [2008] 『資金調達完璧マニュアル』 すばる舎リンケージ
- 渡邊幸男・小川正博・黒瀬直宏・向山雅夫 [2006] 『21世紀中小企業論—多様性と可能性を探る』 有斐閣アルマ
- 週刊 SPA！中国取材班編 [2011] 『徹底解説中国進出—最強のプロフェッショナル50人』 扶桑社
- 小西豊・森口賢一 [2009] 『海外進出ノウハウ—实例に学ぶ中小企業の国際化』 柘植書房新社
- 東洋経済新報社 [2011] 『海外進出企業総覧』 (2011年版)

【参考資料】

- 木田祥太郎 [2010] 「広がるわが国中堅中小企業の海外展開」 『経済情報』 No.2010-39
http://www.bk.mufg.jp/report/ecoinf2010/report_jp_20101110.pdf (2011年10月15日閲覧)
- 関根栄一 [2008] 「再び注目を集める外資系企業の中国国内上場について」
http://www.nomurafoundation.or.jp/data/CCMR-2-2_SUM2008_08.pdf (2011年10月15日閲覧)
- 中小企業庁 [2011] 『中小企業白書 (2011年度版)』
<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h23/h23/index.html> (2011年10月15日閲覧)
- 中小企業庁 [2010] 『中小企業白書 (2010年度版)』
<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h22/h22/index.html> (2011年10月15日閲覧)
- 経済産業省 [2011] 『通商白書 (2011年度版)』
http://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2011/2011honbun_p/2011_gaiyou.pdf (2011年10月15日閲覧)
- JETRO – 日本貿易振興機構 中国基礎的経済指標
http://www.jetro.go.jp/world/asia/cn/stat_01/ (2011年10月15日閲覧)
- 帝国データバンク 『中国進出企業の動向調査』
<http://www.tdb.co.jp/report/watching/press/pdf/p101005.pdf> (2011年10月15日閲覧)

- 中小企業基盤整備機構『中小企業海外事業活動実態調査』（平成21年度）
http://www.smrj.go.jp/keiei/dbps_data/_material/_b_0_keiei/kokusai/pdf/H21Report_Resume.pdf
 (2011年10月15日閲覧)
- JETRO - 日本貿易振興機構 対内直接投資統計
http://www.jetro.go.jp/world/asia/cn/stat_06/ (2011年10月15日閲覧)
- 日経ビジネスオンライン「中国の高度成長は始まったばかりだ」2011年1月
<http://business.nikkeibp.co.jp/article/money/20110106/217828/?P=3> (2011年10月15日閲覧)

【参考URL】

- 中小企業庁HP
<http://www.chusho.meti.go.jp/> (2011年10月15日閲覧)
- JETRO-日本貿易振興機構HP
<http://www.jetro.go.jp/indexj.html> (2011年10月15日閲覧)
- 中小企業総合研究機構
<http://www.jsbri.or.jp/new-hp/index.shtml> (2011年10月15日閲覧)

【ヒアリング協力】

[ヒアリング調査先]

- 2011/09/08 株式会社横浜銀行 岡村氏
- 2011/09/09 独立行政法人 中小企業基盤整備機構 山田氏
- 2011/09/12 旭興進株式会社 長谷川氏
- 2011/09/14 株式会社トルネックス 松井氏
- 2011/09/14 財団法人中小企業総合研究機構 渡辺氏 大久保氏
- 2011/09/21 アサヒニット株式会社 田中氏
- 2011/09/21 三木プーリ株式会社 竹内氏 田中氏
- 2011/09/26 TKB株式会社 M氏
- 2011/10/03 THK株式会社 Y氏
- 2011/10/03 株式会社三井住友銀行 宮城氏
- 2011/10/04 陸特殊金属工業株式会社 池田氏
- 2011/10/06 S監査法人 K氏
- 2011/10/06 旭興進株式会社 長谷川氏
- 2011/10/11 株式会社マツオカコーポレーション 子会社
 上海茉織華漂染有限公司(中国・浙江省) 郷氏
- 2011/10/13 株式会社日本政策投資銀行 小山氏