

中国携帯電話プロバイダーの株価変動要因 —中国移動の事例を中心に—

佐野健太郎

(高知大学人文学部国際社会コミュニケーション学科)

A Study of Factors Influencing Stock Prices in the Chinese Mobile Industry : A Case Study Approach.

Kentaro SANO

Faculty of Humanities and Economics, Kochi University

Abstract : China Mobile Limited (the “Company” and together with its subscribers, the “Group”) was incorporated in Hong Kong on 3 Sep. 1997. The Company was listed on the New York Stock Exchange and the Stock Exchange of Hong Kong Limited on 22 Oct. 1997 and 23 Oct. 1997, respectively. As of 31 Dec. 2006, the Group had a mobile telecommunications subscriber base of over 301.2 million and enjoyed a market share of approximately 67.5 per cent.

But from 2000 to 2005 by price competition e.t.c., the Group’s stock price was deflated. The Group was improving corporate governance and enhancing corporate value and generating greater returns for shareholders. After 2005, the Group’s stock price was inflated.

はじめに

2000年4月に設立され、加入者3億人を擁し、世界最大の携帯電話プロバイダーとなった中国移動有限公司 (China Mobile Limited、以下中国移動。ただし2006年以前は中国移動(香港))は、前身の中国電通(香港)時代を含めれば、1997年、1999年、2000年、2002年、2004年に株式発行や銀行借入れ、社債発行などで調達した資金をもって31社の中国本土の地域モバイル各社を買収し、中国国内市場シェア60%台を維持してきた。

中国移動は、中国の地域モバイル31社を買収する過程で、加入者を大幅に増やすことに成功し、営業収入、営業利益、純利益を順調に伸ばしてきた。

また欧米や日本のミューチュアル・ファンドは、少なくとも2000年以降、香港およびニューヨークの証券取引所に上場された同社株式を大量に保有していた。

このように同社株式は、順調に株価を上昇させてゆくように予想される。しかし同社株は、同社設立直後の2000年10月末には株価は50.25香港ドルであったが、2003年4月30日には15.65香港ドルへと、約三分の一の価格へと下落しているのはなぜであろうか。また2003年4月30日以降、2006年12月29日の67.2香港ドルにまで上昇しているが、これはなぜなのであろうか。本稿では、これらの点について明らかにしてゆく¹⁾。

〔1〕中国電気通信産業の再編成

中国移動の設立

中国の電気通信業は、行政管理機能と企業経営機能を併せ持った郵電部（現在の情報産業部の前身）の傘下にある電信総局一社による独占状態にあった²⁾。改革・開放以降、経済発展が進むにつれ、1980年代後半には、通信インフラ発展の遅れが経済成長のボトルネックとなっていることが指摘されるようになり、その原因を作り出していると見なされた郵電部による独占に対する批判が高まっていた。そのため1990年代前半から政府主導により、郵電部による独占打破、競争原理の導入が3段階で進められてきた³⁾。

第一段階は、1994年に旧電子工業部が中心となって吉通通信が、同年に旧電子工業部、電力工業部、鉄道部と13の国有企業が出資して中国連合通信（中国連通）がそれぞれ設立された。吉通通信はデータ通信サービス、中国連通は固定電話・携帯電話サービスなどを提供していた。なお吉通通信は、2003年6月に中国網絡通信（中国網通）に吸収・合併された。このように郵電部以外の一部中央省庁が電気通信業への新規参入を図り、ここに郵電部の独占は、形式上打破された⁴⁾。

また中国政府は、1994年郵電部傘下で、電気通信事業の運営部門であった「電信総局」を分離し、企業体として独立させた。1995年には、「中国郵電電信総局（中国電信、China Telecom）」が法人登録され、郵電部から企業管理機能の分離が図られた⁵⁾。

しかし、上記2社の参入後も、また中国電信設立後も、中国電信は巨大な通信基盤とブランド力を維持し、その独占的状況に大きな変化はなかった。とくに中国連通は、固定電話網との接続や基地局以降の地上回線などで、ライバルである中国電信への依存度が高く、中国電信の携帯電話部門との競争で不利になるケースが多かった⁶⁾。

第二段階は、1998年から2001年にかけて実施された。1998年には、郵電部・電子工業部・電力工業部などを統合して、「情報産業部（信息产业部）」が設立された⁷⁾。情報産業部は、情報通信に関わる電信ネットワークの管理権、企業に対する事業参入の許認可権、そして通信機器製造の管理権を有する行政管理機関と位置づけられた⁸⁾。

また旧電信総局が中心となって、2000年7月には、衛星通信を手がける中国衛星通信が、鉄道部が中心となって、1999年8月には、データ通信などを手がける中国網通が、同じく鉄道部が中心となって、2000年12月には、市内電話・長距離電話を手がける中国鉄道通信が、相次いで設立された。

そしてついに2000年4月21日に、旧中国電信は、市内・長距離・国際電話を中心に、データ通信・マルチ・メディアを手がける中国電信集団と携帯電話の中国移動通信集団に分割された。両社はもともと旧郵電部の現業部門で、1998年に情報産業部傘下になったが、今回の分割で中央政府の直轄企業になった⁹⁾。このように携帯電話と固定電話網が分離されたことで、旧中国電信から独立した中国移動通信と中国連合通信はほぼ同じ競争条件となった¹⁰⁾。

第三段階では、2002年5月に中国電信が南北に分割された。北部会社には、旧中国電信の華北地区（北京、天津、河北、山西、内蒙古）、東北地区（遼寧、吉林、黒龍江）および河南、山東の10省・自治区・直轄市に展開している機材や設備が、移管された¹¹⁾。そして北部会社は、中国網通と吉通通信を合併して、「中国網絡通信集団公司（新網通）」となった。新網通には、旧中国電信が保有していた全国の光ファイバーと通信ネットワークの3割が移管された¹²⁾。

残りの南部会社は、「中国電信集団公司（新中国電信）」として従来の名称を残し、旧中国電信が管轄していた南部地区の21省・区・直轄市の電気通信会社で構成されている¹³⁾。新中国電信には、旧中国電信が保有していた全国の光ファイバーと通信ネットワークの7割が移管された¹⁴⁾。

新網通は、固定電話・データ通信サービス・中国版 PHS「小靈通」・ブロードバンドサービスなど

の事業に、新中国電信は、市内電話、国内・国際長距離電話サービス・中国版 PHS「小靈通」・ブロードバンドサービスなどの事業に、それぞれ従事している¹⁵⁾。

以上三段階の再編成を通じて、中国の電気通信業界は、新中国電信、新網通、中国移動、中国連通、中国衛星、中国鉄通の主要6社と4000社を超える電気通信、ポケベル企業が、シェア争いを展開することとなった¹⁶⁾。例えば、中国移動設立当初には、携帯電話の加入者シェアで中国移動89%、中国連通11%と大きな差があったが、2004年5月時点では、シェアで中国移動約66%、中国連通約33%となっていて、加入者のシェアにおいて中国連通は中国移動を急迫している。

また企業別電信業務収入シェアを見てみると、2002年の上半期では、中国電信のシェアが50%から33%へ減少し、中国移動のシェアが38%となり、トップに立った¹⁷⁾。

なお2006年5月29日に、中国移動（香港）有限公司は、中国移動有限公司へと社名を変更した。

〔2〕中国移動（香港）の買収戦略

前述のように、中国大陸で市内・長距離・国際電話やデータ通信とともに携帯電話をも手がけ、中国の情報通信産業を独占していた中国電信が、1995年に設立された。同社は、1997年に香港現地法人である中国電信（香港）を設立し、同年4月に株式を香港およびニューヨーク証券取引所に新規上場した。中国電信（香港）は、その後1999年に株式の追加発行などにより調達した資金で、中国国内の地域モバイル4社を買収した。

また同社は携帯電話部門を分離・独立させて、2000年5月に中国移動（香港）を設立した。2000年には7社、02年には8社、04年には10社を株式発行などによって買収し、合計31社の中国本土地域モバイルを傘下に収めた（図1）。

こうして中国移動（香港）は、顧客と無線基地局および販売網を短期間のうちに手中に収め、2000

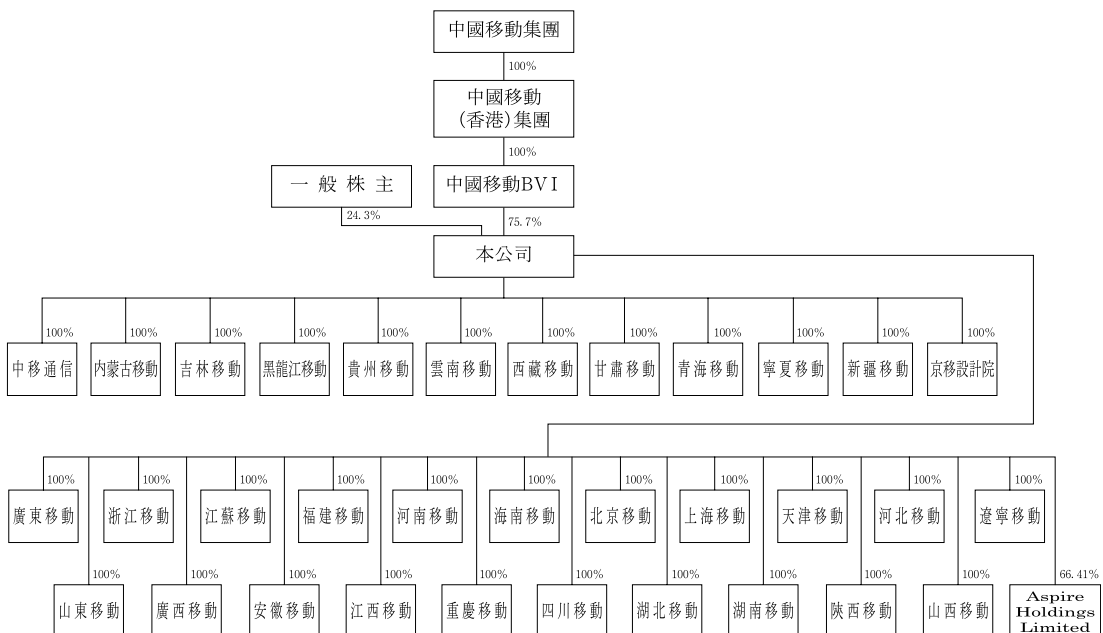


図1 中国移動（香港）有限公司組織図
 (出所) 中国移動（香港）有限公司、〔23〕、13ページ。

年時点では加入者のシェアで77.3%を占めるに至った(表1)。

以上のように、中国移動(香港)は、中国電通(香港)時代を含めると、数回に亘る株式発行などにより巨額の資金を調達し、中国国内の地域モバイルを31社買収しながらシェアを維持してきた。従って中国移動(香港)にとっては、同社が発行した株式(H株およびADS)の価格を高い水準に維持することが、巨額の買収資金を調達するためにも、まさに至上命題になっていた¹⁸⁾。

表1 2大携帯電話キャリアの中国国内における市場占有率

	中国移動(香港)	中国連通
1997年	96.4%*	3.6%
98	92.9*	7.1
99	85.8*	14.2
2000	77.3*	22.7
01	72.4	28.5
02	67	33.1
03	64.8	35.5
04	64.3	35.6
05	65.6	34.5
06	67.5	31.3

(注) 1. *は、中国連通のシェアからの推測。

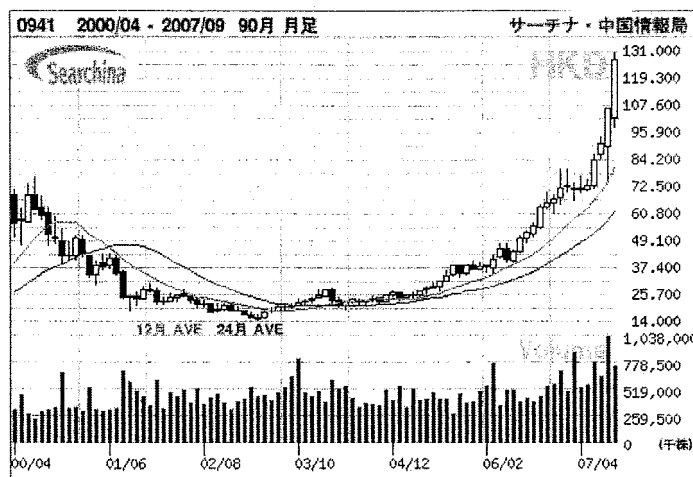
2. 2001年以降は、両社が公表している数字をそのまま載せており、合計が100%を超えることがある。

(出所)・China Mobile Hong Kong Limited, "Business Review 2001-2005" (China Mobile Hong Kong Limited, Annual Report 2001-2005).

・China Mobile Limited, "Business Review 2006" (China Mobile Limited, Annual Report 2006).

・China Unicom Limited, "Business Overview 2000, 2006", "Business Review 2001-2005" (China Unicom Limited, Annual Report 2001-2006).

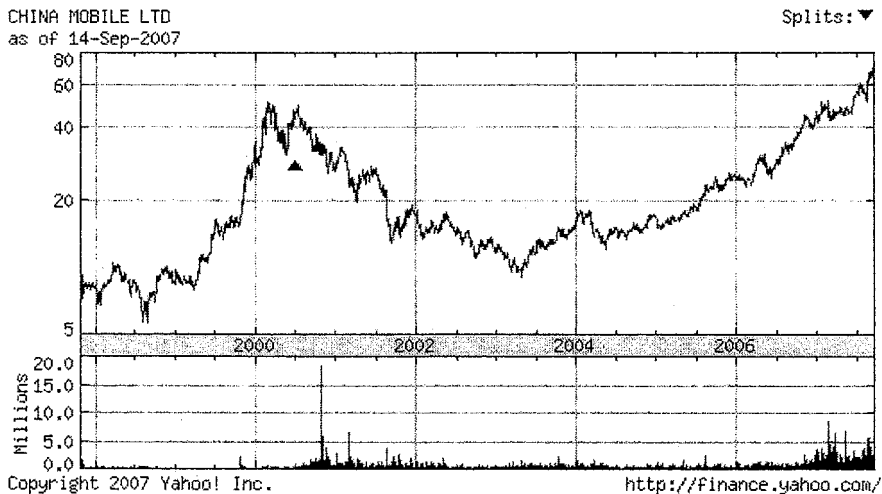
表2-1 中国移動の株価推移



(注) 香港証券取引所に上場された株式(レッドチップ株)の株価推移。

(出所) 中国情報局、[24]。

表 2-2 中国移動の株価推移



(注) ニューヨーク証券取引所に上場された外国人投資家向け受益証券 (ADS) の価格推移。
単位は米ドル。

(出所) Yahoo Finance, "Basic Chart for CHINA MOBILE LIMITED"
(<http://finance.yahoo.com/q/bc?s=CHL>).

実際後述するように、中国移動（香港）は、同社設立当初から社外取締役を招聘し、業務執行役員が企業価値の向上を怠っていないか厳しく監視するという、欧米型のコーポレート・ガバナンス（企業統治）の体制を確立し、企業価値の向上を着実に実現していった。

であるにもかかわらず、実際には同社の株価は、2000年から04年までの期間、低迷を余儀なくされていた（表 2-1、表 2-2）。同社の株価が、同時期に低迷した理由は一体なぜなのであろうか。

2000年から01年にかけての株価下落要因

2000年および01年に中国移動（香港）の株価が急落したのは、どのような理由からであろうか。以下で検討する。

中国移動（香港）の資金調達

2000年10月4日、中国移動（香港）の取締役会は、国有企業で親会社の中国移動通信集团公司（China Mobile Communication Corporation）から中国大陸の各地方に拠点を持つ7社の携帯電話プロバイダーを買収することに同意し、同社が、被買収企業との間に、買収協定を締結すると発表した¹⁹⁾。被買収企業とは、北京モバイル、上海モバイル、天津モバイル、河北モバイル、遼寧モバイル、山東モバイル、広西モバイルの7社である。これら7社の加入者数の合計は、概数で、1364万4000人で、7社が拠点を置く7つの省・直轄市・自治区における推定マーケットシェアは、75.4～95.5%であった²⁰⁾。これら7社を買収することによって、中国移動（香港）は、地方における無線基地局の確保や加入者の増加を見込むことができるようになった。

被買収企業の株式を具体的にどのように買収するのかというと、中国移動（香港）が直接100%株式を保有する中国移動 BVI が、一定の条件の下に、被買収企業各社の発行済全株式を買収した後に、中国移動（香港）に売却する、という方法を採用した（図 1）。

買収総額は、2560億2100万香港ドル（ほぼ328億4000万米ドルに相当）である。同社は買収総額の

うち792億9100万香港ドル（ほぼ101億7100万米ドルに相当）を現金で払い込み、残額は、同社が発行した報償株を中国移動 BVI に引き受けさせることで、支払うとしていた²¹⁾。

では実際にどのようにして、中国移動（香港）は、買収資金を調達したのであろうか。上述のように買収総額は、2560億2100万香港ドル（約328億4000万米ドルに相当）である。同社は、買収総額のうち、792億9100万香港ドル（約101億7100万米ドルに相当）を現金で払い込む。残りの1767億3000万香港ドルは、本社が中国移動 BVI に報償株を引き受けさせて調達した資金で支払うことになっていた²²⁾。実際には、以下のような方法で買収資金が調達されていた²³⁾。

- (1) 約5億米ドル（約38億9800万香港ドルに相当）は、同社の自己資金（キャッシュフロー）で賄われる。
- (2) 約15億1000万米ドル（約117億7200万香港ドルに相当）は、人民元建てシンジケートローンで賄われる。
- (3) 約6億米ドル（約46億7800万香港ドルに相当）は、米ドル建て転換社債の発行によって調達。
- (4) ・約65億7500万米ドル（ほぼ512億5500万香港ドルに相当）は、ニューヨーク証券取引所および香港証券取引所において米国預託株式（American Depositary Shares , ADS）およびH株を上場・発行することにより調達。
 - ・25億米ドル（ほぼ194億9000万香港ドルに相当）は、携帯電話プロバイダー最大手のボーダフォンに対する戦略的新株譲渡によって調達。
 - ・40億7500万米ドル（ほぼ317億6500万香港ドルに相当）は、その他の投資家に対する株式の発行により調達。
- (5) 残りの買収資金については、上述のように、残りの1767億3000万香港ドルは、中国移動（香港）が中国移動 BVI に報償株を引き受けさせて調達した資金で支払うことになっていた。

人民元建てシンジケートローン

中国移動深圳は、2000年10月7日に、中国建設銀行および中国銀行を主幹事行とする8行の国内銀行と外国銀行により構成される銀行シンジケート団と2件の融資契約を締結した²⁴⁾。融資総額は、125億人民元（約15億1000万米ドル、約17億7200万香港ドルに相当）に達した。

以上2件の融資案件のうち1件は、返済期限6ヵ月、年利5.022%で、融資額は50億人民元であった。ちなみに、2000年10月時点での返済期限6ヵ月の貸出基準金利は5.58%で、同社は優遇されていたように思われる。

もう1件は、返済期限が3年で、融資額は75億人民元であった。こちらの初年度の利率は、年利5.346%であった。ちなみに、2000年10月時点での返済期限3年の貸出基準金利は5.94%で、同社は優遇されていたように思われる²⁵⁾。

中国移動香港が、子会社買収のための資金調達手段として人民元建てシンジケートローンの活用を決断するにあたっては、以下のような点を考慮に入れている。すなわち第一点は、人民元建てシンジケートローンを活用することにより、資金調達に関わる様々なコストを削減し、資本構成をよりいっそう適正化させることが可能になる。第二点は、人民元建てシンジケートローンを活用することにより、外貨建て融資に伴う為替リスクを効果的に回避し、中国大陸における本社の資金調達ルートを拡張することが可能になる。以上の2点である。

新株の発行による資金の調達

中国移動香港は、株式発行に際して、「H株」と米国預託株式（以下 ADS）を発行した。「H株」

とは、中国本土企業が香港証券取引所に上場して発行する株式のことを指す。香港内外の投資家が購入可能である。ADSは、海外の企業が（この場合中国移動香港を指す）がアメリカの証券取引所で株式を発行する場合に、言語・貨幣単位・株式制度などの相違があるため、原株式は本国の銀行に保管しておき、その見返りにアメリカの銀行がADSを発行してアメリカの投資家に交付し、投資家はこのADSをアメリカの市場で売買するという制度である²⁶⁾。ADSは、欧米の投資家が「H株」を購入するに際して受け取る預託証書である。ADSは、ニューヨーク証券取引所に上場されている。なお欧米の投資家は、「H株」そのものを購入することも、もちろん可能である。ただ欧米の投資家が「H株」を購入する場合には、額面は香港ドルとなる。これに対してADSの場合には、額面は米ドルとなる。また、中国移動1ADSは5「H株」分の権利に相当する。

新株を引き受けた金融機関

新株の引き受け主幹事は、ゴールドマン・サックス、メリル・リンチ、中国国際金融有限公司（China International Capital Corporation、以下CICC）で、副幹事は、ジャーディン・フレイミング、UBS ウォーバークであった。そのほかに、世界市場における新株販売共同幹事に6社、アジア市場における新株販売共同幹事に5社が指名されている²⁷⁾。

なお、CICCは、米国の大手総合証券会社モルガン・スタンレーと中国本土の4大国有商業銀行の

表3 中国電信（香港）と中国移動（香港）の証券発行などによる資金調達

	資金調達企業	資金調達額	資金調達方法	調達資金の使途
1997年4月	中国電信（香港）	39億米ドル	株式発行	1998年末までに、調達資金を（1）江蘇モバイルの買収資金、（2）江蘇・広東・浙江モバイルの建設基金に充当。
99年10月	中国電信（香港）	(1) 17億米ドル (2) 6億米ドル	(1) 株式発行 (2) 債権発行	福建・河南・海南の各モバイルの買収。
2000年10月	中国移動（香港）	(1) 65億8000万米ドル (2) 6億9000万米ドル (3) 125億人民元 (約15億1000万米ドル) (4) その他	(1) 株式発行 (2) 転換社債 (3) 人民元建てシ ンジケート ローン (4) その他	北京・上海・天津・河北・遼寧・山東・広西の7モバイルを買収。
02年5月	中国移動（香港）	(1) 24億米ドル (2) 7億5000万米ドル	(1) 自己資金 (2) 株式発行	安徽・重慶・江西・河南・四川・山西・河北・陝西の計8モバイルを買収。
04年5月	中国移動（香港）	36億5000万米ドル	(1) 自己資金 (2) 銀行融資と 社債発行	内モンゴ・チベット・吉林・甘肅・黒龍江・青梅・貴州・新疆・雲南・寧夏の計10モバイルを買収。

(出所) ・China Telecom (Hong Kong) Limited, “Chairman’s Statement 1997” (China Telecom (Hong Kong) Limited, *Annual Report 1997*).

・China Telecom (Hong Kong) Limited, “Report of Directors 1998” (China Telecom (Hong Kong) Limited, *Annual Report 1998*).

・China Telecom (Hong Kong) Limited, [15].

・China Mobile (Hong Kong) Limited, [16].

・China Mobile (Hong Kong) Limited, [17].

・China Mobile (Hong Kong) Limited, [18].

一つ中国建設銀行との合併投資銀行であり、中国企業の証券引き受けに際しては、モルガン・スタンレーの販売網が活用されていたと考えられる。

以上のように中国移動（香港）は、株式発行やシンジケートローンなどで巨額の買収資金を調達した。同時に同社は、2000年には買収資金のうち672億9900万人民币元を内部資金の中から支払い、過去に調達した借入金のうち81億3600万人民币元を返済していた（表3、4、5）。

表4 中国移動（香港）の借入金

2000年	104億7100万人民币元
01	45億3100万
02	81億3200万
03	130億9000万
04	81億8000万
05	—
06	29億9500万

(注) ちなみに、1998年、99年の借入金は、53億3700万人民币元、43億5100万人民币元であった。

(出所) ・China Mobile Hong Kong Limited, “Consolidated Balance Sheet 1998-2005” (China Mobile Hong Kong Limited, *Annual Report 1998-2005*).
 ・China Mobile Limited, “Consolidated Balance Sheet 2006” (China Mobile Hong Kong Limited, *Annual Report 2006*).

表5 中国移動（香港）の投資収支における主要な支出項目

	借入金返済額	手持ち現金（内部資金）からの買収資金負担	合計額
1997年	5億2385万3000人民币元	—	5億2385万3000人民币元
98	32億 692万2000	241億1461万7000人民币元	273億2153万9000
99	96億5300万	181億8700万	278億4000万
2000	81億3000万	672億9900万	754億2900万
01	178億8900万	—	178億8900万
02	122億3200万	287億3300万	409億6500万
03	127億9000万	—	127億9000万
04	97億8300万	122億3800万	220億2100万
05	24億5500万	—	24億5500万
06	1億 400万	34億1000万	35億1400万

(出所) ・China Telecom (Hong Kong) Limited, “Consolidated Cash Flow Statement 1997-1999” (China Telecom (Hong Kong) Limited, *Annual Report 1997-1999*).
 ChinaMobile (Hong Kong) Limited, “Consolidated Cash Flow Statement 2000-2006” (China Mobile (Hong Kong) Limited, *Annual Report 2000-2005*).
 ・China Mobile Limited, “Consolidated Cash Flow Statement 2006” (China Mobile Limited, *Annual Report 2006*).

表6 中国移動（香港）の配当額推移

	一株当たり配当額(年間合計)	一株当たり年間配当額内訳	配当総額
2000年	無配	—	—
01	無配	—	—
02	0.32香港ドル	年一回配当	66億7800万人民元 (20.39%)
03	0.36	中間配当：0.16香港ドル 最終配当：0.20香港ドル	75億1700万 (21.19)
04	0.66	中間配当：0.20 最終配当：0.46	137億8900万 (32.82)
05	1.02	中間配当：0.45 最終配当：0.57	210億2600万 (39.23)
06	普通株1.383	中間配当：0.62 最終配当：0.763	289億3900万
	特別株0.159	中間配当：0.09 最終配当：0.763	32億1700万 06年合計： 321億5600万 (48.63)

(出所)・China Mobile Hong Kong Limited, “Consolidated Profit and Loss Account 2000-2002”, “Consolidated Income Statement 2003-2005” (China Mobile Hong Kong Limited, *Annual Report 2000-2005*).
・China Mobile Limited, “Consolidated Income Statement 2006” (China Mobile Limited, *Annual Report 2006*).

また2001年には同社は、178億8900万人民元の借入金を返済していて、2000年から2001年にかけて同社は、933億1800万人民元を支払っていた（表5）。

同社は、2000年と2001年の2年間配当を支払っていないが、こうした巨額の支払いを行なったために、配当を支払う余裕がなくなったことが原因と思われる（表6）。

〔3〕ライバル企業との競争

2002年から04年にかけての株価下落要因

2002年から2004年にかけて、中国移動（香港）の株価が低迷した理由は、同社とライバル会社の中国連通が激しい顧客獲得競争を行ない、中国移動（香港）が市場シェアを低下させたからであると思われる。以下同社の業績について見てみよう。

中国移動（香港）の業績

上述の通り中国移動（香港）は、設立当初ですでに77.3%の加入者シェアを占める、中国携帯電話プロバイダーの「ガリバー」企業であり、営業収入、営業利益、税引後利益（純利益）、株主資本利益率（Return on Equity、以下ROE）などの指標を見ても、他の中国企業を圧倒するような業績を挙げていた（表7-1、表7-2）。

ただし携帯電話の契約者は、2002年には1501万4000人の増加を見たが、それ以降では142万人から874万人増と、契約者の増加に頭打ち傾向が見られた（表8）。同社の業績が低迷した背景には、後述するように、競争相手の中国連通がGSM 端末とともにCDMA 端末を市場に投入して、2000年には22.7%であったシェアを2004年には35.6%に伸ばしていたことが指摘できる。

中国連通のシェア拡大のあおりを受け、中国移動（香港）の加入料も、2000年の204億7500万人民

表7-1 中国移動（香港）の財務指標（1）

	営業収入(1)	営業費用(2)	営業利益(1)-(2)
2000年	649億8400万人民币元	381億5800万人民币元	268億2600万人民币元
01	1003億3100万	593億1900万	410億1200万
02	1285億6100万	797億6500万	487億9600万
03	1586億 400万	1054億 100万	532億 300万
04	1932億8100万	1326億4700万	597億3400万
05	2430億4100万	1693億5500万	736億8600万
06	2953億5800万	2032億3000万	921億2800万

(出所)・China Mobile Hong Kong Limited, “Consolidated Profit and Loss Account 2000-2002”, “Consolidated Income Statement 2003-2005” (China Mobile Hong Kong Limited, *Annual Report 2000-2005*).
 ・China Mobile Limited, “Consolidated Income Statement 2006” (China Mobile Limited, *Annual Report 2006*).

表7-2 中国移動（香港）の財務指標（2）

	税引後利益(1)	株主資本(2)	株主資本利益率(1)/(2)
2000年	180億2700万人民币元	837億6000万人民币元	21.52%
01	280億1400万	1117億7900万	25.76
02	327億4400万	1722億 200万	19.01
03	355億4700万	1988億 300万	17.88
04	420億 400万	2331億6100万	18.01
05	535億8900万	2731億 700万	19.52
06	661億1400万	3193億7300万	20.70

(注) 税引後利益は、純利益と同じ意味。ちなみに、1999年の税引後利益は47億9700万人民币元。

(出所)

- ・税引後利益：・China Mobile Hong Kong Limited, “Consolidated Profit and Loss Account 2000-2002”, “Consolidated Income Statement 2003-2005” (China Mobile Hong Kong Limited, *Annual Report 2000-2005*).
 ・China Mobile Limited, “Consolidated Income Statement 2006” (China Mobile Limited, *Annual Report 2006*).
- ・株主資本：・China Mobile Hong Kong Limited, “Consolidated Balance Sheet 2000-2005” (China Mobile Hong Kong Limited, *Annual Report 2000-2005*).
 ・China Mobile Limited, “Consolidated Balance Sheet 2006” (China Mobile Hong Kong Limited, *Annual Report 2006*).
- ・株主資本利益率：筆者が算出した。

元、2001年の271億7100万人民币元の増加を見て以降、2004年まで増加額が減少している（表9）。それでも、中国連通との販売競争が熾烈を極めた2003、04年こそ中国移動（香港）の加入料の伸びが170億人民币元台と低迷したものの、それ以外の年には同社の加入料の増加額はほぼ200億人民币元を超えていた（表1、表9）。

また中国移動（香港）の加入者の増加人数は、中国本土の地域モバイルを買収した2000年、02年、04年の各年で総計では、2900万人、4800万人、6200万人と急増していた（表8）。

次にROEから、中国移動（香港）の経営状態を検討する。ROEは、純利益を株主資本で除することにより算出され、どれだけの株主資本を投下して、どれだけの純利益を実現したのかを表わす代表的な経営指標の一つである。

中国企業の場合、2004年の中国上場企業1377社のROEは平均で8%であったが、表7-2によれ

表8 加入者の推移

	中国移動（香港）	中国連通
1997年	340万5000人	30万人
98	653万1000	120万
99	1562万1000	420万
2000	4513万3900	1277万
01	6964万2700	2703万
02	1億1767万6000	5971万
03	1億4161万6000	8083万
04	2億 429万2000	8426万7000
05	2億4665万2000	1億2779万4000
06	3億 123万2000	1億4236万6000

(出所)・中国移動（香港）の加入者総数：
China Mobile Limited, “Operation Data-Subscription Numbers 2007”
(<http://www.chinamobileltd.com>).
・中国連通の加入者総数：
China Unicom Limited, “Business Overview 2000, 2003-2006”, China Unicom Limited, “Business Review 2001-2002” (China Unicom Limited, *Annual Report 2000-2006*).

表9 中国移動（香港）の加入料収入

1998年	163億4600万人民币
99	258億1200万
2000	462億8700万
01	734億5800万
02	932億7200万
03	1110億2700万
04	1285億3400万
05	1567億1000万
06	1897億1000万

(出所)・China Mobile Hong Kong Limited, “Consolidated Profit and Loss Account 2000-2002”, “Consolidated Income Statement 2003-2005” (China Mobile Hong Kong Limited, *Annual Report 2000-2005*).
・China Mobile Limited, “Consolidated Income Statement 2006” (China Mobile Limited, *Annual Report 2006*).

ば中国移動（香港）の場合、2003年、04年は17%台であったのを除くと、2000年以降19%以上のROEを実現していて、中国企業の中でも、中国移動（香港）は「超優良企業」であったことがわかる²⁸⁾。

以上のように中国移動（香港）の営業成績は、2000年以降ほぼ順調に推移したと思われるが、2002年から2004年までの間は営業成績が低迷していた（表7-1、表7-2）。こうした事情の背景には、同社とライバル会社中国連通との激しいシェア争いがあった。

中国移動（香港）と中国連通の競争

表1を見ると携帯電話加入者シェアで、1997年には中国移動（香港）の前身である中国電信（香港）が96.4%と、シェア3.6%の中国連通を圧倒していたが、その後中国連通は着実にシェアを伸ばし続けた。2004年には中国連通のシェアは35.6%に達し、中国移動（香港）のシェアを67%前後に釘づけにするまでに成長している（表1）。

では一体中国連通は、中国移動（香港）との間で、どのような競争を展開したのであろうか。

裘春暉氏によれば、中国連通がCDMAサービスを開始した2001年12月から2004年までの期間に、加入者獲得競争が激しくなった。競争の実態は、価格競争と「バンドル・セール（抱合せ販売）」であった²⁹⁾。価格競争については、設立当初から中国連通は中国移動（香港）よりも10%安い価格で営業することが当局から許可されていたという³⁰⁾。従って当初より、中国連通は、価格面で中国移動（香港）よりも優位に立っていたことになる。

次に「バンドル・セール」について。「バンドル・セール」とは、4000円の端末を購入したユーザーに対して、4000円のボーナスを払い戻すというサービスである。このボーナスが20ヵ月で支払われる場合には、端末を購入したユーザーに翌月から200元ずつ払い戻す、というサービスである³¹⁾。

こうした加入者獲得競争により、中国連通はシェアを2000年の22.7%から2004年には35.6%まで、

13%も拡大することに成功した(表1、表10)。逆に中国移動(香港)のシェアは、2000年の77.3%から2004年の64.3%まで13%下落した(表1)。

このような中国連通との激しい加入者獲得競争によってシェアを低下させたことが、2002年から2004年にかけて中国移動(香港)の株価が低迷していた原因であったと思われる。

一方でシェアを伸ばした中国連通も、2003年から2004年にかけて4香港ドルから10香港ドルへと株価が上昇したが、2004年8月31日に5.75香港ドルへと低迷し、2006年7月31日まで7港ドル前後に低迷していた(表11)。中国連通の株価が低迷した要因として、中国移動(香港)との競争が非常に激しく、中国連通はCDMA 端末の加入者を獲得するために、巨額の販売費用を投下しなければな

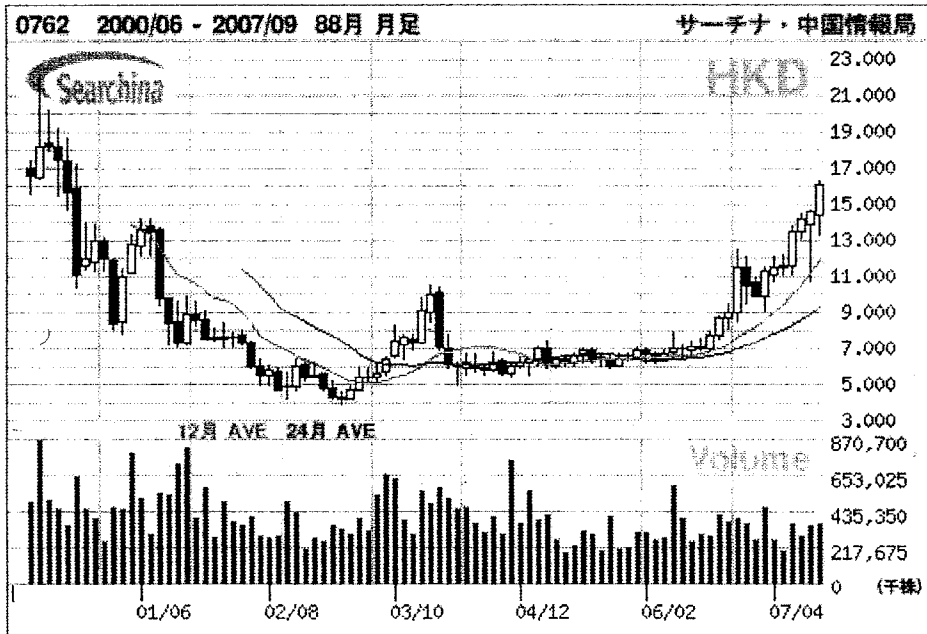
表10 中国連通の売上高構成

	GSM	CDMA	ポケベル	長距離電話	データ通信	合計
1999年	53億1424万人民幣	-	90億4691万人民幣	7915万人民幣*		144億4031万人民幣
2000	121億8780万	-	83億8349万	10億9639万*		217億6768万
01	205億 505万	-	43億4182万	14億8873万	18億2021万人民幣	281億5582万
02	273億8792万	32億2534万人民幣	21億6118万	27億6572万	27億9303万	383億3322万
03	403億 361万	166億2351万	14億 305万	22億7314万	34億3708万	640億4041万
04	465億7923万	242億1960万	-	18億4800万	36億6273万	763億 958万
05	521億3552万	275億7693万	-	15億2457万	30億4996万	842億8700万
06	592億9042万	272億9314万	-	10億6842万	23億7531万	900億2730万

(注) *は、長距離電話とデータ通信の売上高の合計。

(出所) China Unicom Limited, "Consolidated Income Statement 2000-2006" (China Unicom Limited, Annual Report 2000-2006).

表11 中国連通の株価推移



(出所) 中国情報局、[24]。

らなくなったことが挙げられる（表12、表13）。

中国連通の総販売費用に占める CDMA 加入者拡大のための販売費用の割合は、2003年には38%に達していた（表13）。それと同時に、中国連通の総販売費用および中国移动（香港）の総販売費用も2003年以降大幅に増加して、2002年から2004年にかけての ROE も低迷し、株価低迷の要因となったと思われる（表7-2、表12、表14-1、表14-2）。

表12 中国移动（香港）と中国連通の販売費用の推移

	中国移动（香港）	中国連通
1999年	51億4000万人民币元	15億5725万人民币元
2000	105億7800万	24億9243万
01	182億7000万	36億1289万
02	279億1900万	59億8094万
03	433億 800万	151億5683万
04	626億7700万	189億4434万
05	802億5400万	205億5787万
06	1005億6900万	192億5170万

（注）販売費用の英語表記は、中国移动（香港）は、‘Selling and marketing’。中国連通は、‘Other operating expenses’。

（出所）・中国移动（香港）：

- ・ China Mobile (Hong Kong) Limited, “Consolidated Profit and Loss Account 2000-2002”, “Consolidated Income Statement 2003-2005” (China Mobile (Hong Kong) Limited, *Annual Report 2000-2005*).
- ・ China Mobile Limited, “Consolidated Income Statement 2006” (China Mobile Limited, *Annual Report 2006*).
- ・ 中国連通：

China Unicom Limited, “Consolidated Income Statement 2000-2006” (China Unicom Limited, *Annual Report 2000-2006*).

表13 中国連通が CDMA 販売促進のために投じた販売費用

	販売費用
2002年	13億8500万人民币元
03	58億3700万
04	61億2100万
05	59億4763万
06	42億 525万

（出所）China Unicom Limited, “Note to the Consolidated Financial Statements 2002-2006” (China Unicom Limited, *Annual Report 2001-2006*).

表14-1 中国連通の財務指標（1）

	営業収入	営業費用	営業利益
1999年	174億5000万7000万人民币元	146億3417万7000万人民币元	28億1583万人民币元
2000	236億9245万8000	184億7017万7000	52億2228万1000
01	293億9288万6000	241億2953万5000	52億6335万1000
02	405億7652万5000	332億5284万1000	73億2368万4000
03	676億3632万5000	591億2227万9000	85億1404万6000
04	793億3161万1000	713億7546万6000	79億5614万5000
05	870億4883万1000	799億4713万4000	71億 169万7000
06	942億9449万3000	854億 208万5000	88億9240万8000

（出所）China Unicom Limited, “Consolidated Income Statement 2000-2006” (China Unicom Limited, *Annual Report 2000-2006*).

表14-2 中国連通の財務指標(2)

	純利益	株主資本	株主資本利益率
1999年	8億3914万7000人民元	85億3834万6000人民元	9.8%
2000	32億3405万1000	572億2440万2000	5.6
01	44億5676万1000	616億8116万3000	7.2
02	45億6607万2000	662億4723万5000	6.8
03	42億1709万7000	696億1549万	6.0
04	43億8699万9000	728億1045万4000	6.0
05	49億3128万8600	762億8434万5000	6.4
06	37億3193万1000	794億1165万8000	4.6

(出所) China Unicom Limited, "Consolidated Income Statement 2000-2006", "Consolidated Balance Sheet 2000-2006" (China Unicom Limited, *Annual Report 2000-2006*).

〔4〕 海外株主の同社株式購入状況

中国移動の株価が、2004年までは上述のような要因で低迷したにもかかわらず、海外の大口投資家が同社株を購入し、保有し続けた。以下で海外のミューチュアル・ファンドによる同社株式の保有状況を見てみよう。

新株の保有状況

表15によれば、北米、欧州、アジアの資産運用会社が、中国移動(香港)が発行した新株を保有していることが読み取れる。

ゴールドマン・サックス・ファンド、メリル・リンチ・ミューチュアル・ファンド、モルガン・スタンレー・ミューチュアル・ファンド、JPモルガン・フレミング・ファンズ、UBSインベストメント・ファンドについては、親会社の証券引き受け部門が同社の発行した新株を引き受けて、引き受けた新株の何%かを、これら傘下の資産運用会社に引き取らせていたと思われる。

表15から、2001年の保有状況と2004年あるいは2005年の保有状況を比較してみると、以下のような特徴があることがわかる。すなわち：

(1) 中国移動(香港)の新株の保有を減らしていた資産運用会社(北米)

- ・ゴールドマン・サックス・ファンドは、2001年の130万6000株から2004年には61万2000株へ減らしている。
- ・メリル・リンチ・ミューチュアル・ファンドは、2001年の151万3445株から2004年の86万500株へと持ち分を減らしている。
- ・モルガン・スタンレー・ミューチュアル・ファンドは、2001年には103万1000株保有していたが、2004年にはすべての持ち分が売却されている。
- ・オランダの総合金融会社 ABN アムロ傘下で、投資信託の北米運用販売子会社である ABN アムロ・ファンズは、2001年6月30日時点の14万株から、2004年10月31日には1万3000株へ持ち分を減らしている。

(欧州)

- ・クレディ・スイス・エクイティ・ファンドは、2001年の146万500株から、2004年には19万5000株へと持ち分を減らしている。
- ・UBS インベストメント・ファンドは、2001年の490万7000株から、2004年には427万7755株へと、持ち分を減らしている。

このように、いくつかの欧米の資産運用会社が、中国移动（香港）株の持ち分を減らす傾向を反映して、同社の株価は、特に2000年から2002年にかけて60香港ドル台から15香港ドル台へと急落し、2004年の年末でも26香港ドル台と低迷していた（表2-1）。

このように複数のミューチュアルファンドが、中国移动（香港）株の持ち分を減らした原因は、上述の通り、同社が2000年と2001年に配当を支払わなかったこと、2002年から2004年にかけて、中国連通との激しい競争で販売費用等の増加により、ROEが低迷したことなどが挙げられると思われる。

(2) 中国移动（香港）株の持ち分を増やしていた資産運用会社

(北米)

- ・米国の商業銀行大手JP モルガン・チェース傘下のJP モルガン（フレミング）ファンズは、2001年の153万732株から、2004年6月から10月の時期に497万9500株へ、

表15 中国移动（香港）株保有状況

	2001年	2004年
(北米)		
ゴールドマン・サックスF	130万6000株	61万2000株
メリルリンチ・ミューチュアルF	151万3445	86万 500
モルガン・スタンレー・ミューチュアルF	103万1000	0
ABN アムロ・ファンズ	14万	1万3000
JP モルガン・ファンズ	153万 732	497万9500
ラザードファンズ・インク	48万4100	57万3700
フランクリン・テンプルトン		6100万4800
インベスコGT		2112万
フィデリティ・ターゲッティド・インターナショナル・エクイティF		98万8500

(欧州)		
クレディ・スイス・エクイティF	146万 500	19万5000
UBS インベストメントF	490万7000	427万7755
ABN アムロ・アセット・マネジメント	546万3000	608万8500
クレディ・アグリコルF	171万2356	193万5500
シュローダーISF		232万2000
ソシエテ・ジェネラル・アセット・マネジメント		102万6000

(アジア)		
HSBCグローバル・インベストメント・ファンズ		3152万1100
ハンセン・インベストメント		651万8500
BOC-HK インベストメントF		161万1000
野村アセット・マネジメント		2840万
UFJパートナーズ投信(現三菱UFJ投信)		1145万8500
大和投資信託		682万2000
BEA グロースF		28万
DBS アセット・マネジメント		29万7000

(注) Fはファンドの略。

(出所) ゴールドマン：[25]、[26]。

メリルリンチ：[59]、[60]、[61]、[62]。

モルガン：[27]、[28]。 ABNアムロ（北米）：[29]、[30]。

フランクリン：[31]、[32]、[33]。

インベスコGT：[34]。 フィデリティ：[35]。

JPモルガン：[36]、[37]、[38]、[39]、[40]。

ラザード：[41]、[42]。 クレディ・スイス：[43]、[44]。

UBS：[45]、[46]、[47]、[63]、[64]、[65]。

ABNアムロ（欧州）：[48]、[49]。

クレディ・アグリコル：[50]。

シュローダー：[51]。 ソシエテ：[22]。

HSBC：[52]。 ハンセン：[53]。

BOC-HK：[54]。 野村アセット：[57]。

UFJ：[58]。 BEA：[55]。 DBS：[56]。

大和：[66]。(かっこ内は参考文献の番号)。

中国移動（香港）株の持ち分を増やしている。

- ・ラザード・ファンズ・インクは、2001年12月31日時点では、48万4100株を保有していたが、2004年12月31日時点では、57万3700株へ持ち分を増やしていた。

(欧州)

- ・クレディ・アグリコル・ファンドは、2001年の7月1日の時点では、171万2356株を保有していたが、2004年の6月30日の時点では、193万5500株へ持ち分を増やしていた。
- ・オランダの総合金融会社 ABN アムロ傘下で、投資信託の欧州運用販売子会社である ABN アムロ・アセット・マネジメントは、2001年4月30日の時点では、546万3000株を保有していたが、2004年4月30日の時点では、608万8500株へ持ち分を減らしている。

(3) 持ち分の変化は不明であるが1000万株以上の中国移動（香港）株を保有している資産運用会社

(北米)

- ・2005年3月31日の時点で、米国の独立系資産運用会社であるフランクリン・テンブルトンは、一社では最高の6100万4800株の中国移動（香港）株を保有している。
- ・米国の独立系資産運用会社であるインベスコ GT は、2004年3月31日時点で、2112万株の中国移動香港株を保有している。

(アジア)

- ・2004年3月31日時点で、HSBC ホールディングス傘下の HSBC グローバル・インベストメント・ファンズは、3152万1100株の中国移動（香港）株を保有している。
- ・日本の野村ホールディングス傘下の野村アセット・マネジメントは、2004年12月から2005年4月にかけて、2840万株の中国移動香港株を保有している。
- ・日本の UFJ パートナース投信（現三菱 UFJ 投信）は、2004年の期末には、1145万8500株を保有していた。

(4) 持ち分の変化は不明であるが100万株以上の中国移動（香港）株を保有していた資産運用会社

(欧州)

- ・シュローダー ISF は、2004年12月31日時点で、232万2000株を保有していた。

(アジア)

- ・ハンセン・インベストメントは、2004年12月31日の時点で、651万8500株を保有していた。
- ・中国4大国有商業銀行の一つである中国銀行の香港支店投資信託部門の BOC-HK インベストメント・ファンドは、2004年3月31日時点では、161万1000株を保有していた。
- ・日本の大和投資信託は、2004年12月31日から2005年の5月31日までの期間で、682万2000株を保有していた。
- ・ソシエテ・ジェネラル・アセット・マネジメントは、2004年11月22日時点で、102万6000株を保有していた。

(5) 持ち分の変化は不明であるが50万株以上の中国移動（香港）株を保有していた資産運用会社

(北米)

- ・フィデリティ・ターゲッティド・インターナショナル・エクイティ・ファンズは、2004年10月

31日時点で、98万8500株を保有していた。

（１）で見たように、複数のファンドは2001年から2004年にかけて、中国移动（香港）株の持ち分を減らしたものの、多くのファンドが同社株の持ち分を維持していた。その理由は、多くのファンドが中国移动（香港）の営業成績に強い期待を抱いていたためと思われる。以下では、具体的に特定のファンドがなぜ同社株を保有していたのか見てみよう。

ミューチュアル・ファンドの運用方針

各ミューチュアル・ファンドは、投資家向けに各ファンドの投資方針をわかりやすく説明している。ここでは、あるファンドの運用方針を検討することにより、中国移动（香港）が発行したH株や他社のH株の売買状況について見てみよう。

H株を発行している中国の優良（国有）企業は多くの場合、香港やニューヨークで株式を発行して調達した資金を、中国本土の事業に投資して、利益をあげていた。したがって、ミューチュアル・ファンドの運用方針は多くの場合、中国企業が発行したH株をどのように売買するか判断する際に、中国本土の経済状況について概観して、運用方針を提示する際の参考に供している。

○ ソシエテ・ジェネラル・アセット・マネジメント株式会社（以下SGアセット・マネジメント）の運用方針

ここではSGアセット・マネジメントが販売している、SG中国株ファンド「悟空」の「販売用資料」に掲載されている、「当期の運用状況と今後の運用方針（2003年10月31日から2004年11月22日まで）」について検討する³²⁾。

〈市場概況〉³³⁾

2004年には2～4月に景気が過熱していることを示す経済統計が発表され、中国人民銀行（以下人民銀行）は、4月と10月に金融引き締め政策を発表した。例えば、国有企業の固定資産投資は、同年2月には前年同期比で53%増加、3月には47.8%増加、4月には42.8%の増加と高い水準で推移した³⁴⁾。このような企業の設備投資の急激な増加により、電力・石油・石炭・建材および運輸などの産業に対する需要が急増した。

こうした状況を踏まえて、まず中国人民銀行は、同年4月25日から預金準備率を0.5ポイント引き上げ、7%から7.5%へ変更すると決定した³⁵⁾。

この影響を受け、中国の株式相場は、3月から5月中旬まで30%近い調整を強いられた。このように金融引き締め政策が発動されたにもかかわらず、穀物価格の上昇により、消費者物価指数（Consumer Price Index、以下CPI）も、同年2月の2.1%から8月には5.3%へと推移した³⁶⁾。同年7～9月の実質GDP成長率が9.1%と高水準を維持し、CPIも、同年9月も5.2%上昇して騰勢が続いたので、人民銀行は、同年10月29日から、返済期限1年の貸出基準金利を0.27ポイント引き上げると発表した³⁷⁾。

このように金融引き締め政策が2度も実施されたにもかかわらず、人民銀行は通貨供給量（M2）の増加率を14.2%（2004年11月）に維持し、市場を急激に冷やすことは回避した³⁸⁾。その結果、株式相場も、利上げ直後には値を下げたが、11月には上昇に転じた。そこで、SGアセット・マネジメントは、経済のハードランディングや為替レートの変更は行なわれたいとする見直しを変更しなかった、としている³⁹⁾。

〈今後の運用方針〉⁴⁰⁾

・設備投資は減退する一方、個人消費が成長の牽引役となるとの考えから、引き続き消費関連分

野に注力。

- ・先進諸国からの需要急減の可能性は低いと判断しているため、引き続き貿易関連分野に注力。
- ・輸出業者や製造メーカーは材料高と操業コスト増が利幅に響き、収益への影響を免れないと考える。
- ・原材料分野は、バリュエーション的に魅力があり、収益見通しも改善に向かっているため、投資を増額する予定。
- ・エネルギー関連はオーバーウエイト（買い越し）とし、自動車とITはアンダーウエイト（売り越し）とする。

〈当期の収益分配〉⁴¹⁾

当期の収益分配金は、見送りとした。

同じく「販売用資料」に掲載されている、2005年7月29日時点の「市場コメント」と「運用コメント」を見てみよう。

〈市場コメント〉⁴²⁾

- ・中国の第2四半期のGDPが、市場の予想を上回る9.5%成長を達成した。輸出も好調で6月の成長率は、前年同月比で30.6%を記録し、貿易収支黒字も5月の90億米ドルから、6月には97億米ドルへと増加した。6月の国内小売売上高も12.9%と好調を維持した。
- ・中国人民銀行（中央銀行）は、7月21日夕方、人民元の為替レートを1米ドル=8.28人民元から、1米ドル=8.11人民元に切り上げる、と発表した。切り上げ幅は2%。あわせて、米ドルのみに連動させてきた現行制度を見直し、ユーロや日本円も含めた複数通貨の動きを参考に調整するバスケット制に切り替えることになった⁴³⁾。人民元の切り上げで主に恩恵を受けるのは、外国通貨での純負債を抱える中国の民間航空会社と、売り上げを人民元で、コストは米ドルで計上している国内企業と考え、当ファンドでは、中国南方航空とシノペック・チュンハイ・リファイニングを保有している。
- ・人民元はさらに高くなるのが予想されており、その結果、中国本土の株式市場への資金流入が、引き続き今後のパフォーマンスを下支えしてゆくものと思われる。

〈運用コメント〉⁴⁴⁾

- ・6月のMSCI (Morgan Stanley Capital International) チャイナ・フリー・インデックスは7.25%の上昇となった⁴⁵⁾。パフォーマンスが最も良かったセクターは、エネルギーと通信セクターだった。当ファンドにおいて最も組み入れ比率の高い銘柄であるペトロ・チャイナと中国移動（香港）のパフォーマンスは、MSCI インデックスを上回った。
- ・インフラと通信の両セクターは、良好な収益見通しと安定的な配当利回りに支えられて、今後も好調に推移すると見ている。中国の主要石油企業もまた原油価格高騰の恩恵を受け、石炭・銅など、いくつかの部門で投資比率を上昇させた。

以上の〈運用方針・コメント〉に基づいて、2005年7月29日時点における、「SG中国株ファンド 悟空」の投資組み入れ比率上位1位は、11.4%で中国移動（香港）であった⁴⁶⁾。また同ファンドにおいて、2003年10月31日から2004年11月22日までの株式買い付け額第2位は、中国移動（香港）株で4億244万4000円であった⁴⁷⁾。さらに同ファンドにおいて、2004年11月22日時点で、中国移動（香港）

株の資産組み入れ額は、ペトロ・チャイナ、CNOOC に次いで第3位の2472万6000香港ドル（3億2836万9000円）であった⁴⁸⁾。同ファンドが2005年7月29日時点において投資組み入れ率を1位に引き上げた理由は、〈運用コメント〉で明らかにしているように、パフォーマンスが良かったことと、通信産業は、「良好な収益見通しと安定的な配当利回りに支えられて」⁴⁹⁾ いると判断していることに起因している。確かに表6、表7-1によれば、中国移動（香港）は2000年から2004年にかけて、営業利益と配当を順調に伸ばしている。このように同ファンドは、株式を購入する際に、収益と配当の動向を考慮するというように、合理的な判断基準を用いて、運用を行っていたことが理解できる。

なおここでSG中国株ファンド「悟空」が、中国移動（香港）株の組み入れ率を2005年7月に1位に引き上げた理由として「安定的な配当利回り」を挙げていて、事実中国移動（香港）の配当利回りは、2002年から2006年にかけて1.5～2.7%で安定していた⁵⁰⁾。

しかし配当利回りならば、中国連通も2004年から2006年にかけて、1.5～1.7%で安定的に推移していた⁵¹⁾。配当利回りだけから見れば、中国移動（香港）がファンド（「悟空」）への組み入れ率を引き上げる根拠とするにはやや弱いように思われる。

以下では、企業間でより一層格差が表れる企業価値の比較により、中国移動（香港）の経営状態について明らかにして行こう。

〔5〕中国移動の経営目標

企業価値の向上

2000年から2004年までの期間に、中国移動（香港）の業績が低迷したにもかかわらず、日本や欧米のミューチュアルファンドが同社株を大量に保有し続けていた理由の一つには、同社が高水準の純利益を確保して、企業価値をつねに向上させようとコーポレートガバナンスを機能させる努力を怠らなかったことが挙げられる。以下、この点について見てみよう。

企業価値は、以下の式により算出される。すなわち、

$$\text{企業価値} = \text{純利益} - (\text{株主資本} \times 2 \cdot \text{金利}) \quad \dots \quad (1)$$

株式会社にとっての配当支払いは、株主に対する資本コストと考えられるが、日本企業の場合、単に配当性向を引き上げれば良いと勘違いしていると言われている⁵²⁾。しかし実際に企業が企業価値を高めるには、(1)式に見られるように、政策金利あるいは貸出金利を2倍した係数を株主資本に掛けたリターンを支払えるだけの純利益を実現することが必要となる⁵³⁾。

株式は、額面価格が保証されないリスクが大きい金融資産なので、通常株主は債権者に支払うコストよりも高いリターンを求めると考えられている。金利の2倍の係数を株主資本に掛けた金額が配当総額に相当すると考えるのは、株主がより高いリターンを要求すると考えるからである⁵⁴⁾。

それでは中国企業の企業価値はどうなっているのだろうか。中国移動（香港）と中国連通の場合を見てみよう。

中国移動（香港）の場合、同社の前身の中国電信（香港）設立直後の1997年から1999年までは、企業価値は一定せずにマイナスも記録しており、株主が求める資本コストの負担に耐えうる純利益を実現していない（表16）。

しかし中国移動（香港）設立後の2000年以降では、株主が求める資本コストを大幅に上回る純利益を実現していて、とくに2005年以降は同社の企業価値は200億人民元を突破している（表16）。こ

こから同社が株主利益を重視した経営を行なっていることが窺われる。

一方中国連通は、一貫して企業価値がマイナスとなっていて、株主利益を実現するのに必要な純利益を実現しているとは言えない(表14-2、表16)。

両社の企業価値に大きな差が生じている背景には、両社の戦略が大きく異なっていることを指摘することができる。

中国移動(香港)の場合、顧客・通信エリア・販売網を拡大する上で重要視されるのは、中国本土の地域モバイルを積極的に買収する、という経営戦略である。これに対して、中国連通の場合には、経営拡大の戦略は、価格競争やユーザーへの特典の供与という側面が強調されていた。

中国移動(香港)の場合には、結果的には31の省・自治区・直轄市に及ぶ中国本土の地域モバイルを買収しなければならず、そのためには主として中国国外の投資家に向けて株式を発行して、巨額の買収資金を調達しなければならなかった。そのために同社は、株価を維持しなければならず、従って同社の経営戦略の重点は、企業価値の向上に向かわざるを得ない、ということになる。

また中国移動は、取締役会に4名の社外取締役を招聘し、そのうち3名は、同社のマネジメントを恒常的に厳しくチェックしており、同社が企業価値を常に向上させる努力を怠っていないか監視していると思われる(表17-1、表17-2)。

一方中国連通は、買収した中国本土モバイルは12の省・直轄市を子会社がカバーしており、中国移動(香港)ほどには中国本土の地域モバイル買収には注力せず、価格競争や特典の供与などに経営資源を集中している。このことが、同社の費用部分を規模以上に大きくしてしまっているように思われる。すなわち中国連通にとって、CDMA販売促進のための販売費用が総販売費用の30%も占めてしまったことは、同社にとってCDMA部門は、利幅を圧縮してしまうただの「お荷物」部門となってしまったことを意味する。2007年8月15日の報道によれば、中国電通と中国網通が中国連通のCDMA網の買収を検討しているとされているが、中国連通にとってはCDMA部門の費用負担が限界に達した場合には、同部門を売却するというのも選択肢の一つと思われる⁵⁵⁾。

表16 2大携帯電話キャリアの企業価値の推移

	中国移動(香港)	中国連通
1997年	-77億6215万人民元	-
98	9億4349万	-
99	-20億5404万	-1億8546万人民元
2000	75億4380万	-36億3287万
01	146億 52万	-29億4497万
02	138億 178万	-27億2112万
03	136億7867万	-34億4061万
04	163億5629万	-36億2215万
05	235億4723万	-34億5999万
06	383億2476万	-63億9746万

- (注) ・企業価値＝純利益－株主への資本コスト
 ・株主への資本コスト
 ＝株主資本×(貸出基準金利(返済期限1年)×2)
 ・株主資本コストは、配当支払総額に相当すると考える。
 ・中国移動(香港)の1997・98・99年の企業価値は、中国電信(香港)時代の数字。

(出所) (1)中国移動(香港)の純利益と株主資本の額:

- ・China Telecom (Hong Kong) Limited, "Consolidated Profit and Loss Account 1997-1999", "Consolidated Balance Sheet 1997-1999" (China Telecom (Hong Kong) Limited, Annual Report 1997-1999).
- ・China Mobile (Hong Kong) Limited, "Consolidated Profit and Loss Account 2000-2002", "Consolidated Income Statement 2003-2005", "Consolidated Balance Sheet 2000-2005", (China Mobile (Hong Kong) Limited, Annual Report 2000-2005).
- ・China Mobile Limited, "Consolidated Income Statement 2006", "Consolidated Balance Sheet 2006" (China Mobile Limited, Annual Report 2006).

(2)中国連通の純利益と株主資本の額:

- ・China Unicom Limited, "Consolidated Income Statement 2000-2006", "Consolidated Balance Sheet 2000-2006" (China Unicom Limited, Annual Report 2000-2006).

(3)「株主への資本コスト」を計算した時の貸出基準金利:

- 中国人民銀行調査統計司編『中国人民銀行統計季報』中国金融出版社、第29期(2003年-第1四半期)、第46期(2007年第2四半期)いずれも73ページ。

表17-1 中国移動取締役会の構成

氏名	経歴
王建国 (2004年11月～)	中国移動取締役会議長（会長）兼最高経営責任者（CEO）。元郵電部計画建設司司長。元情報産業部総合計画司司長。元中国連通社長、会長。
李躍 (2003年3月～)	中国移動執行取締役兼副社長。元天津市郵電管理局副局長。元天津モバイル社長。
魯向東 (2003年3月～)	中国移動執行取締役兼副社長。元郵電部移動通信局副局長。Aspire Holdings Ltd. 会長。鳳凰衛視控股有限公司取締役。
薛濤海 (2002年7月～)	中国移動執行取締役兼副社長兼最高財務責任者（CFO）。元郵電部財務司副司長。元電信総局副局長。
張晨霜 (2004年7月～)	中国移動執行取締役兼副社長。元郵電部弁公庁副主任。元内モンゴリア郵電管理局局長。
沙躍家 (2006年3月～)	中国移動執行取締役兼副社長。元北京電信管理局副局長。元北京モバイル社長、会長。
劉愛力 (2006年3月～)	中国移動執行取締役兼副社長。元山東省移動通信局副局長。
辛凡非 (2006年1月～)	中国移動執行取締役兼副社長。元天津モバイル副社長。元黒龍江モバイル社長、会長。
徐龍 (1999年8月～)	中国移動執行取締役。広東モバイル社長兼会長。元浙江省郵電管理局副局長。
P. M. ドノバン (2006年6月～)	中国移動非執行取締役。ボーダフォン東欧・中東・アジア太平洋地域最高業務責任者。ボーダフォン執行役員。
Dr. LO Ka Shui (羅嘉瑞、2001年4月～)	中国移動非執行社外取締役。Great Eagle Hds. 会長兼取締役。Eagle Assetmanagement Ltd. 非執行取締役。香港系・中国系企業の取締役兼任多数。
Mr. Frank WONG Kwong Shing (黄鋼城、2002年8月～)	中国移動非執行社外取締役。DBS 銀行副会長、最高業務責任者（COO）。DBS 銀行香港本部会長。金融機関や企業などの役員兼任多数。
Mr. Moses CHENG Mo Chi (鄭慕智、2003年3月～)	中国移動非執行社外取締役。弁護士。胡百全法律事務所パートナー。香港立法局議員（1991-95年）。香港取締役学会設立者・会長。香港系・中国系企業の取締役兼任多数。

(出所) China Mobile Limited, “Biography of Directors and Senior Management” (China Mobile Limited, Annual Report 2006), pp. 5-9.

中国移動有限公司「董事及高級管理人員簡介」『中国移動有限公司 二零零六年年報』6-9 ページ。

表17-2 中国移動取締役会主要委員会

委員会名	委員氏名
監査委員会	Dr. LO Ka Shui (委員長)、Mr. Frank WONG Kwong Shing、Mr. Moses CHENG Mo Chi
報酬委員会	Dr. LO Ka Shui (委員長)、Mr. Frank WONG Kwong Shing、Mr. Moses CHENG Mo Chi
指名委員会	Dr. LO Ka Shui (委員長)、Mr. Frank WONG Kwong Shing、Mr. Moses CHENG Mo Chi

(注) 3 委員会の職務は以下の通り。

- ・監査委員会－外部から招聘した会計士が行なう会計監査、本公司が行なった内部監査、本公司が提出した財務諸表などを検討し監査する。
- ・報酬委員会－執行および非執行取締役、高級幹部の給与・待遇を規定し、取締役会に提出する。
- ・指名委員会－定期的に取締役会の人数・構成などが妥当であるか定期的に検討する。

(出所) 「企業管治報告」『中国移動有限公司 二零零六年年報』36-37 ページ。

(出所) China Mobile Limited, “Corporate Information” (China Mobile Limited, Annual Report 2006) p. 5.
中国移動有限公司「公司資料」『中国移動有限公司 二零零六年年報』5 ページ。

中国連通の企業価値がマイナスのままなのは、費用部分の肥大化と、海外投資家向け株式を発行して資金を調達することを中国移動（香港）ほどには必要としておらず、株主価値の向上には中国移動（香港）ほどには執着していないことにあると思われる。

他方で中国移動（香港）は、企業価値の向上に成功し、同社株の香港証券取引所における時価総額は2兆6663億7300万香港ドルの一位となり、同取引所において2007年10月31日時点で157香港ドルという高値をつけている⁵⁶⁾。このことにより同社は、さらなる株式発行によって巨額の資金調達が約束されることになった。

また2004年12月末時点と2006年12月末時点で、両社の株価を比較してみると、中国移動は26.35香港ドルから67.2香港ドルへ2.55倍上昇していて、他方中国連通は、6.51香港ドルから11.4香港ドルへ1.85倍上昇している。この差は、両社の経営戦略の差に起因しているように思われる⁵⁷⁾。

2007年11月19日の報道によれば、中国移動はA株上場を積極的に準備していると伝えられているが、同社がA株上場を行なえば同社株の高騰が予想され、そうなれば巨額の資金調達が同社に約束されることになる⁵⁸⁾。

以上中国移動（香港）の株価変動要因に関する考察から、企業価値の向上に継続的に努力する企業は、何らかの形で同企業の株高が実現し、そのことにより株式発行を通じて巨額の資金調達が達成できる可能性が高まる、ということが明らかになったと思う。

このことは、企業価値向上に継続的に取り組む優良企業には、同企業の株価が高騰することによって、株式市場内でより多くの資金が優良企業に供給されることを意味しており、株式市場の中で株価の変動を通じてより効率的な資源配分が部分的にであれ実現されている、とすることができるのではないと思われる。

その意味で中国移動（香港）は、上述のように継続的に企業価値の向上に取り組んでおり、香港、ニューヨークそして将来的に上場が期待されている中国の株式市場における効率的な資源配分を促進する役割の一端を担う有力企業と考えることが可能なように思われる。

おわりに

以上、中国携帯電話プロバイダーの株価変動要因を検討することによって、以下の諸点が明らかになった。中国携帯電話市場シェア第一位の中国移動は、2000年に設立されて以降、一貫して中国本土地域モバイルを買収しながらシェアを拡大するという経営戦略を採用してきた。その戦略の要には、企業価値（株主価値）の向上・維持という経営目標が設定されていて、実際に同社の企業価値は社外取締役の監視の下、着実に拡大していった。こうした努力が投資家に認められ、2004年までライバルの中国連通との販売競争でシェアを落として株価が低迷したけれども、2005年以降株価を持ち直したのは、中国移動が、同社の企業価値を一貫して向上させることに成功してきたことに起因すると思われる。

逆に2004年までに、低価格やユーザーへの特典を強調してシェアを急速に伸ばした中国連通は、確かにシェアを伸ばしたものの、販売費用の肥大化に対処できず、企業価値の向上に苦しんでいる。

2004年12月末時点と2006年12月末時点で、両社の株価を比較してみると、中国移動（香港）は2.55倍上昇していて、他方中国連通は、1.85倍上昇している。この差は、両社の経営戦略の差に起因しているように思われる。

そして特に中国移動の場合には、すでに上場している香港やニューヨークの株式市場において、同社が継続的に企業価値の向上に成功し、株高を通じてさらなる株式発行により巨額の資金調達を実現してきた。このことは、中国移動が、香港やニューヨークの株式市場において、株価の変動を

通じて公正な資源配分を行なうことを促進するという重要な役割を担っていることを証明するものであると思われる。

今後、株式上場が計画されている上海株式市場においても、同社が企業価値の向上を継続することができるならば、上海株式市場においても、株価の変動を通じて公正な資源配分の実現に貢献することも可能と思われる。

[注]

1) 本稿で、中国移動（香港）の株価変動要因について検討する理由は以下の通りである。上海総合株価指数は2007年10月16日に6092ポイントを記録し、2005年6月6日に998.22ポイント記録して以来、わずか28ヵ月で6倍に高騰したことになる（[20]、許少業、[11]）。

この上海株式市場の活況を支えているのは、香港証券取引所やニューヨーク証券取引所にすでに上場していて、最近までに上海証券取引所にも上場した中国企業で時価総額上位10社であると言われている。この10社は、上海証券取引所の時価総額の4割を占めていて、相場に大きな影響を与えているという（張勇祥、[12]）。

この上海総合株価指数も活況は、非流通株改革が開始された2005年4月以前の中国上場企業のイメージ、すなわち瞿林瑜氏の言われる「低い生産性と低い収益性」というイメージとはやや異なるものである（瞿林瑜、[7]、33ページ）。瞿氏によれば、1992年から2004年にかけての中国上場企業1377社の株主資本利益率（Return on Equity、以下ROE）は、平均で6.9%にすぎなかったという（瞿前掲論文、[7]、33ページ）。

しかしこうした瞿氏の指摘は、上述の通り、時価総額上位10社が上海株式相場を大きく左右するに至り、様変わりし始めているように思われる。

こうした上海証券取引所の実態は、上述の時価総額上位10社の株価が上海総合株価指数の変動を大きく左右してしまうという意味で、確かに株価形成上「偏り」があると思われる（張前掲記事、[12]）。

しかしこの時価総額上位10社の2006年のROEは、10~25%と上海証券取引所上場企業の平均8%（2004年）を上回っており（中国情報局、[24]、瞿前掲論文、[7]、33ページ）、これら10社の株価が上昇して上海総合株価指数の上昇をけん引し、こうした優良企業に株式市場の資金が配分されているという側面に着目すれば、上海株式市場において公正な資源配分が行なわれ始めていると考えることも可能と思われる。

中国では市場経済化があまりに急速に進展してしまっていて、経済改革がそれに追いつかず、資源配分の効率性があまり進んでいないという指摘があり、そこでは同時に情報開示の遅れも指摘されている（柯隆、[1]、83-84）。

しかしこれら上位10社の場合には、すでに香港やニューヨークで株式を上場していて、財務情報もかなりの程度開示されている。この点からも、これら10社は、上海株式市場において資源配分の効率性向上に一役買っていると言えるように思われる。

本稿ではこのような問題意識に基づいて、上海証券取引所へのA株上場準備を開始していると報じられていて（麻生崇史、[13]）、香港証券取引所において時価総額第一位（2兆6663億7300万香港ドル）である（2007年11月20日『日経金融新聞』）中国移動（香港）の株価変動要因について検討する。

なお、本稿で取り上げる中国移動有限公司（中国移動）は、2000年10月の設立以降、中国移動（香港）有限公司（中国移動（香港））であったが、2006年5月に中国移動有限公司（中国移動）へ社名を変更した（China Mobile Limited, *Annual Report 2006*）。そこで本稿では、やや複

- 雑になるが、2006年5月以前の事実については中国移動（香港）、2006年5月以降に事実については中国移動と表記することにする。
- 2) 丸山知雄編、〔3〕、208-209ページ。
 - 3)、4) 丸山編前掲書、〔3〕、208ページ。
 - 5) 丸山編前掲書、〔3〕、208ページ。武川、〔21〕。
 - 6) 『日本経済新聞』2000年4月22日。
 - 7) 武川、〔21〕。
 - 8) 丸山編前掲書、〔3〕、209ページ。
 - 9)、10) 『日本経済新聞』2000年4月22日。
 - 11) 『人民網 日本語版』(j.people.com.cn 2001/12/12)。
 - 12)、13)、14) 『人民網』2002/5/17。
 - 15) サーチナ総合研究所「中国 IT 白書」編集チーム編、〔6〕、69-70ページ。
 - 16) 『人民網』2002/5/17。
 - 17) 『人民網』2002/5/17。丸山編前掲書、〔3〕、216ページ。
 - 18) H株とは、中国国有企業が香港証券取引所で上場時に発行した株式のことを指す。これとは別に、中国（国有）企業香港現地法人が、香港証券取引所で上場時に発行した株式のことをレッドチップ株と呼んでH株と区別している。中国移動（香港）は、中国移動通信集団会社の香港現地法人なので、同社が香港で発行した株式はレッドチップ株なのであるが、同社の資料ではH株と表記されているので、本稿でもH株と表記する。なお、H株・レッドチップ株などその他中国企業が海外で発行した株式についての説明は、徐燁聡、〔4〕、39-43ページ、玉置知己・山澤光太郎、〔5〕、116-119ページを参照されたい。
 - 19) China Mobile (Hong Kong) Limited、〔16〕、7ページ。
 - 20)、21)、22) 〔16〕、7-9ページ。
 - 23)、24)、25) 〔16〕、11-12ページ。なお貸出基準金利については、中国人民銀行調査統計司編『中国人民銀行統計季報』中国金融出版社、第45期（2007年3月）73ページ。
 - 26) 『体系金融大辞典』東洋経済新報社、1978年、156-157ページ。
 - 27) Jackie Horne, "China Mobile shows market agility", *FinanceAsia . com*, 01 Nov. 2000.
 - 28) 2004年の中国上場企業1377社の平均 ROE は、翟前掲論文、〔7〕、32-33ページ。
 - 29) 裘春暉、〔9〕、10ページ。
 - 30) 筆者不明、〔10〕。
 - 31) 裘前掲論文、〔9〕、10ページ。
 - 32) ソシエテ・ジェネラル・アセット・マネジメント株式会社、〔19〕。
 - 33) ソシエテ・ジェネラル前掲資料、〔19〕、2ページ。
 - 34) 内閣府政策統括官付参事官（海外経済担当）、〔8〕、46ページ。
 - 35) 『人民日報』2004年4月12日。
 - 36) 内閣府前掲書、〔8〕、47ページ。
 - 37) 「中国株／現地証券速報」『アジア事業通信網』（www.jigyonet.co.jp/sub1/04-10-29.htm）。
 - 38) 内閣府前掲書、〔8〕、47ページ。
 - 39) ソシエテ・ジェネラル前掲資料、〔19〕、2ページ。
 - 40)、41) ソシエテ・ジェネラル前掲資料、〔19〕、3ページ。
 - 42) ソシエテ・ジェネラル・アセット・マネジメント株式会社、〔22〕。
 - 43) 「中国が人民元切り上げ2%幅、米に配慮」『アサヒ・ドット・コム』2005/7/21。

- 44) ソシエテ・ジェネラル前掲資料、[22]、2ページ。
- 45) MSCI インデックスとは、MSCI Inc. が算出する株価指数で、先進国や新興市場諸国・産業別・業種別などがあり、その対象は約50カ国に及ぶ（モルガン・スタンレー・アセット・マネジメン ト投信株式会社日本語ホームページ <http://www.morganstanley.co.jp/im/retailfund/msci/index.html>）。
- 46) ソシエテ・ジェネラル前掲資料、[22]、1ページ。
- 47) ソシエテ・ジェネラル前掲資料、[19]、6ページ。
- 48) ソシエテ・ジェネラル前掲資料、[19]、7ページ。
- 49) ソシエテ・ジェネラル前掲資料、[22]、2ページ。
- 50) 配当利回り＝一株当たりの配当金額/現在の株価（野村證券 HP 証券用語解説集）。
- 51) 配当利回りを計算するに際して、中国移動（香港）の場合には、同社の株価は中国情報局、[24] のチャート図を参照し、同社の一株当たり配当額は表6を参照した。中国連通の場合には、同社の株価は中国情報局、[24] のチャート図を参照し、同社の一株当たりの配当額は中国情報局中国株 [24] の同社財務情報を参照した。
- 52)、53)、54) 山澤光太郎、[2]、90-93ページ。
- 55) 入澤可織、[14]。
- 56) 時価総額は、『日経金融新聞』2007/11/20付け記事を参照した。高値は、中国情報局、[24] のチャート図を参照した。
- 57) 中国情報局、[24]。
- 58) 麻生前掲記事、[13]。なお中国移動（香港）も中国連通も、程度の差はあれ、2005年以降は徐々に株価を持ち直している（表2-1、表2-2、表11）。この背景には、とくに中国移動（香港）の場合には企業価値の向上という要因もあるが、激しい価格競争から付加価値競争へと転換したことも一つの主要な要因と思われる。両社は2002年以降、GPRS の導入（中国移動（香港））や CD-MA からCDMA 1 x へのグレードアップ（中国連通）により、着メロやカメラ機能、ショートメッセージなどの付加価値サービスを提供しやすいネットワーク環境を整備してきたという（裘前掲論文、[9]、12-14ページ）。

〈参考文献〉

- [1] 柯隆『中国の不良債権問題—高成長と非効率のはざま—』日本経済新聞、2007年。
- [2] 山澤光太郎『ビジネスマンのためのファイナンス入門—55のキーワードで基礎からわかる』東洋経済新報社、2005年。
- [3] 丸川知雄編『中国経済ハンドブック 2003-2004年版』蒼蒼社、2003年。
- [4] 徐燁聡『入門 中国の証券市場』東洋経済新報社、2003年。
- [5] 玉置知己・山澤光太郎『中国の金融はこれからどうなるのか—その現状と改革の行方—』東洋経済新報社、2005年。
- [6] サーチナ総合研究所「中国 IT 白書」編集チーム編『中国 IT 白書 2004-2005— CHINA IT MOVEMENT —』株式会社日本能率協会総合研究所、2004年。
- [7] 翟林瑜「上場企業からみる中国企業の成長パターン」『国際金融』1151号（2005年9月1日）。
- [8] 内閣府政策統括官付参事官（海外経済担当）『海外経済データ—月次アップデート—』平成17年1月。
- [9] 裘春暉「中国における携帯電話市場の発展及び今後の課題」『情報通信政策研究プログラム』2007年3月16日（<http://www.officepolaris.co.jp/paper.htm>）。

- [10] 筆者不明「躍進する中国携帯電話会社の China Mobile (中国移動通信) 一営業エリアを拡大しヴォーダフォンと提携へ」『DRI テレコムウォッチャー』2000年11月1日 (<http://www.dri.co.jp/watcher/11100.htm>)。
- [11] 許少業「わずか26ヵ月で上海総合株価指数は、1000ポイントから5000ポイントに到達した(中国語)」『上海証券報』(2007年8月24日)。
- [12] 張勇祥「中国株、活況にも危うさ」『日経金融新聞』(2007年10月29日)。
- [13] 麻生崇史「中国海洋石油・中国移動がA株上場準備を積極展開」『中国情報局 NEWS』(2007年11月19日、http://news.searchina.ne.jp/disp.cgi?y=2007&d=1119&f=stockname_1119_030.shtml)。
- [14] 入澤可織「中国電通と中国網通が聯通の CDMA 買収を検討」『中国情報局 NEWS』(2007年8月15日、http://news.searchina.ne.jp/disp.cgi?y=2007&d=0815&f=it_0815_002.shtml)。
- [15] China Telecom (Hong Kong) Limited, “Very Substantial Acquisition and Connected Transactions (circulation)”, October 16, 1999 (<http://www.chinamobileltd.com/ir.php?menu=4>)
- [16] China Mobile (Hong Kong) Limited, “Very Substantial Acquisition and Connected Transactions (circulation)”, October 16, 2000 (<http://www.chinamobileltd.com/ir.php?menu=4>)
- [17] China Mobile (Hong Kong) Limited, “Major Transaction and Connected Transactions (circulation)”, May 27, 2002 (<http://www.chinamobileltd.com/ir.php?menu=4>)
- [18] China Mobile (Hong Kong) Limited, “Discloseable Transaction and Connected Transaction (circulation)”, 3 May, 2004 (<http://www.chinamobileltd.com/ir.php?menu=4>)
- [19] ソシエテ・ジェネラル・アセット・マネジメント株式会社『SG 中国ファンド 追加型株式投資信託／国際株式型 (アジア・オセアニア型) 愛称：悟空 (商品説明用資料)』2005年2月。
- [20] 『中国情報局 NEWS』(<http://news.searchina.ne.jp>)。
- [21] 武川恵美「中国の通信業界、大掛かりな再々編へ」株式会社情報総合研究所『InfoCom Newsletter レポート Hyper Asia』2002年2月掲載 (http://icr.co.jp/newsletter/report_asia/2002/s2002H002.html)。
- [22] ソシエテ・ジェネラル・アセット・マネジメント株式会社『SG 中国ファンド 愛称：悟空 (販売用資料、月次改定)』2005年7月29日。
- [23] 中国移動(香港)有限公司『須予披露的交易及関連交易(董事長致函)』二零零四五月三日。
- [24] 『中国情報局 中国株』(<http://stock.searchina.ne.jp>)。
- [25] Goldman Sachs Funds, *International Equity Funds Annual Report* (31-08-2001).
- [26] Goldman Sachs Funds, *International Equity Funds Annual Report* (31-08-2004).
- [27] Van Kampen (A Assset Management division of Morgan Stanley) *Emerging Market Fund Annual Report* (30-06-2001).
- [28] Morgan Stanley Institutional Fund Inc., *Annual Report* (31-10-2004).
- [29] ABN-AMRO Funds, *Semi Annual Report* (30-06-2001).
- [30] ABN-AMRO Assset Management, *Annual Report* (31-10-2004).
- [31] Portfolio Holdings for Templeton Growth Fund Inc., as of March 31. 2005.
- [32] Portfolio Holdings for Templeton Developing Market Trust as of March 31. 2005.
- [33] Portfolio Holdings for Templeton World Fund as of March 31. 2005.

- [34] Invesco GT Emerging Market Series , *Annual Report* (31-03-2004).
- [35] Fidelity's Targeted International Equity Funds , *Annual Report* (31-10-2004).
- [36] JPMorgan Fleming International Equity Fund , *Portfolio of Investment* (31-10-2001).
- [37] JPMorgan Fleming International Opportunities Fund , *Portfolio of Investment* (31-10-2001).
- [38] JPMorgan Fleming Emerging Markets Equity Fund , *Portfolio of Investment* (31-10-2001).
- [39] JPMorgan Funds , *Annual Financial Report* (30-06-2004).
- [40] JPMorgan Funds , *International Equity Funds Annual Report* (31-10-2004).
- [41] Lazard Funds , *Annual Report* (31-12-2001).
- [42] Lazard Funds , *Annual Report* (31-12-2004).
- [43] Credit Suisse Equity Fund , *Fund Report* (31-03-2001).
- [44] Credit Suisse Investor Funds ICVC , *Annual Report and Accounts* (31-03-2003).
- [45] UBS (Lux) Equity Fund-Greater China , *Annual Report* (31-12-2001).
- [46] UBS (CH) Equity Fund-Emerging Asia , *Annual Report 2000/2001* (30-09-2001).
- [47] UBS (CH) Equity Fund-Asia , *Annual Report 2000/2001* (30-09-2001).
- [48] ABN-AMRO Assset Management , *ABN-AMRO Funds Annual Report* (30-04-2001).
- [49] ABN-AMRO Assset Management , *ABN-AMRO Funds Annual Report* (30-04-2004).
- [50] Credit Agricole Assset Management , *Credit Agricole Funds Audit Annual Report 2004* (30-06-2004).
- [51] Schroder International Selection Fund , *Audit Annual Report 2004* (30-06-2004).
- [52] HSBC Global Investment Funds , *Annual Report 2005* (31-03-2005).
- [53] Hang Seng Investment Series , *Annual Financial Report 2004* (18-10-2004).
- [54] BOCHK Investment Funds , *Annual Report* (31-03-2004).
- [55] BEA Capital Growth Fund , *Annual Report 2004* (31-12-2004).
- [56] DBS Asset Management , Shenton Asia Pacific Fund , *Annual Report 2004* (31-12-2004).
- [57] 野村アセット・マネジメント、『野村中国株ファンド・マザーファンド運用報告書』（2005年1月31日決算）。
- [58] UFJ パートナーズ投信株式会社（現三菱UFJ 投信）、『UFJ パートナーズ・チャイナオープン運用報告書』（2004年9月21日）。
- [59] Merrill Lynch Dragon Fund , Inc., *Schedule of Investments* (31-12-2000).
- [60] Merrill Lynch Developing Capital Markets Fund , Inc., *Consolidated Schedule of Investments* (30-06-2001).
- [61] Merrill Lynch International Equity Fund , Inc., *Schedule of Investments* (30-06-2001).
- [62] Merrill Lynch Developing Capital Markets Fund , Inc., *Consolidated Schedule of Investments* (30-06-2004).
- [63] UBS (CH) Equity Fund-Emerging Markets , *Annual Report* (30-06-2004).
- [64] UBS (CH) Equity Fund-Emerging Asia , *Annual Report* (30-09-2004).
- [65] UBS (CH) Equity Fund-Asia , *Annual Report* (30-09-2004).
- [66] 大和投資信託、『ダイワ・チャイナ・ファンド運用報告書』（2005年5月31日）。