



From the Corner of Wall Street

東京証券取引所
ニューヨーク駐在員事務所

佐藤 潤宜

—連載（第37回）—

米国における中国企業の上場廃止に向けた規則整備を取り巻く状況

1. はじめに

米国に上場する中国企業数及び時価総額は、2019年2月時点では156社、時価総額合計1.2兆ドル規模だったものが、2021年5月時点では248社、時価総額合計2兆ドル規模に拡大している。しかし、ここ最近での中国企業の米国市場への新規上場は極端に減少している。その背景の一つとして、2020年12月にトランプ政権下で成立した外国企業説明責任法（HFCAA：Holding Foreign Companies Accountable Act）が影響している。当該法律は、2002年に制定されたサーベンス・オクスリー法^{（注1）}に基づき超党派により議会に提出され成立したものであり、上場企業が利用している監査法人の監査内容を、公開会社会計監視委員会（PCAOB：Public Company Accounting Oversight Board）が検査できない場合には、当該上場企業が外国政府により支配されていないことを証明することを求

めるものである。さらに、PCAOBによる検査が3年連続で不可能である場合には、当該企業の証券は取引所外取引を含む全ての米国内での売買が禁止されとの内容が含まれている。2021年3月には、当該法律に基づき求められる開示内容等に関する施行規則案が米証券取引委員会（SEC）により提案され、その後パブリックコメントを経て2021年12月2日に一部修正のうえ最終化^{（注2）}された。当該施行規則の最終化を持って2020年から議論が続いていた一連の制度整備は完了したことになる。また、米国上場の中国関連企業には、変動持分事業体（VIE：Variable Interest Entities）と呼ばれるスキームを用いている上場企業も多く存在しており、今回の規則では当該スキームを用いた上場企業における開示の強化の内容も含まれている。本稿では、変動持分事業体（VIE）のスキームに触れながらHFCAAに基づく規則制定を取り巻く状況を整理する。



■ 2. 中国国内の外資規制

まず、冒頭で述べた一連の米国における法律及び開示規則整備は、上場企業に対する中国国内の規制強化が一因となっている。中国政府や中国規制当局は、安全保障や国内産業の保護などを理由に、インターネット、鉄鋼、教育、メディア、農業などの特定の産業を対象に、(中国からみた)外国企業による直接投資や外国投資家による出資など、外資の参入を厳しく制限している。一例として、中国のインターネット規制機関であるサイバースペース管理局^(注3)は2021年7月、中国本土以外での株式公開を希望する企業が少なくとも100万人分のデータを保有する場合、サイバーセキュリティと国家安全保障に関する審査を受ける必要があると発表した^(注4)。中国のテクノロジー企業の多くは、それぞれの分野ではほぼ独占状態にあり、ユーザーの膨大なデータを保持していると見られ、中国政府及び規制当局の監視の標的となっている。配車アプリ大手の滴滴(DiDi)は2021年6月30日にニューヨーク証券取引所に上場したが、その数日後に中国サイバースペース管理局は、個人情報の収集と使用に関する重大な違反を理由に、同社のアプリを削除するよう滴滴(DiDi)に指示した^(注5)。それを受けて滴滴(DiDi)の株価は発表の翌日に前日比で25%下落した。米国の同社株主は、滴滴(DiDi)がサイバーセキュリティ法の遵守に

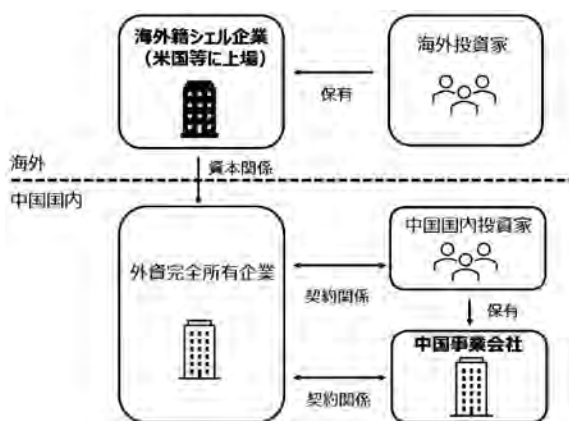
ついて中国当局と協議していたことを開示しなかったとして、同社、同社の取締役及び引受人を提訴した。報道によると、こうした規制強化等の動きを受けて、メディカルデータ事業を展開しているLinkDoc Technology Ltd.、バイクシェアリング企業のHello Inc.、オーディオシェアリング企業のXimalaya Inc.など、いくつかの企業が米国でのIPO計画を延期している。

■ 3. 中国企業が採用している 変動持分事業体(VIE: Variable Interest Entities) スキーム

前章で述べたとおり、中国政府は特定の産業を対象に外国企業による投資や参入を制限しているが、この制限を回避する目的で変動持分事業体(VIE)スキームと呼ばれる上場スキームが生まれたと言われている。VIEスキームは、2000年にNasdaqに上場した中国テクノロジー会社の新浪(Sina Corp)が先駆けとなり、阿里巴巴(Alibaba)をはじめ、百度(Baidu)、騰訊(Tencent)等の特にインターネット企業の多くが採用している。VIEスキームとは、中国企業が、ケイマン諸島や英領バージン諸島など、中国の規制当局の目が届きにくい場所で設立された持株会社であるシェル企業^(注6)を経由して間接的に外資を受け入れるというものである。(当該シェル企業が上場することとなる。)図表1



(図表1) VIEの典型的な仕組み



(出典) Bloomberg等より筆者作成

はVIEのスキームを簡略化して示した図である。

VIEスキームを通じて米国の取引所でIPOを行うことは、米国国内では合法であるが、中国では違法と見なされる恐れがあると言われている。しかしながら、中国当局はVIEスキーム自体への明確な規制は現時点で行っておらず、いわばグレーゾーンとなっている。今回のHFCAAの規則最終化について、中国当局である中国证券监督管理委员会（CSRC）はメディアに対し、「中国の規制当局がVIEの枠組みを採用した中国企業の海外上場を禁止し、米国で上場する中国企業の撤退を推進していると報じられたが、これは全くの誤解だ」と言及^(注7)し、VIEスキームの直接的な禁止等の措置を行うことを否定している。一方で米国のギャリー・ゲンスラーSEC委員長は、2021年7月の声明^(注8)にて、「米国投資家が中国の事業会社ではなく、シェル・

カンパニーの株式を保有していることに気が付いていないのではないかとVIEスキームに関する不透明性に関する懸念を示し、上場を計画する中国企業に追加的な情報開示を要求する方針を公表した。このように米国においてもVIEスキームに関する懸念が顕在化し、今回最終化された開示規則においても、「財務諸表に追加の外国事業体を連結することになる構造を使用するVIE等の形態の企業は、自社およびその連結された外国事業体について必要な開示を行わなければならない」と明記され、VIEもしくは類似する仕組みを用いている企業に関する開示強化が盛り込まれる形となった。

■ 4. 今後の展開

2021年7月、中国規制当局は、VIEスキームを利用して海外で株式公開を行おうとする



中国企業に対し、規制当局の承認を求めることを検討していると報じられた^(注9)。対象となる企業には、2014年にニューヨーク証券取引所でのIPOにて250億ドルを調達し、当時世界最大のIPOとなった電子商取引大手の阿里巴巴（Alibaba）も含まれている。また2021年11月には、米国議会の諮問委員会である米中経済・安全保障調査委員会（USCC）が年次報告書^(注10)を議会に提出し、その報告書の一部において、VIEスキームを利用した中国企業への米国内での投資を禁止するか、少なくとも投資家に対して関連するリスクをより目立つように表示することを提言している。SECによるVIEスキームを用いて上場している中国企業への調査はすでに始められており、今後も取締りの強化が続くものと予想される。

■ 5. おわりに

今回最終化されたHFCAAに基づくSECの規則制定により、中国企業の上場廃止までのいわばルールが整備されたことになる。こうした状況の中、一部の中国企業がグローバルな資本へのアクセス方法として香港市場に上場するケースも散見される。VIEにおける構造は長年受け入れられており、米国市場からの中国企業の完全撤退の可能性は低いと見方もあるが、今回の一連の規則整備により、仮に中国企業による上場廃止が相次いだ場合、米国市場の魅力低下にもつながりかねない。

また、2021年12月3日米国時間朝に公表された滴滴（DiDi）の米国上場廃止^(注11)及び香港上場の方針^(注12)を受け、香港取引所への中国企業の上場が今後も増えるとの期待から、発表日の翌営業日である12月6日には香港株式市場で香港取引所（0388.HK）の株価が上昇した（一時前週末比4%高）。中国当局は今回の規則最終化を受け、「規制当局同士が、問題解決のために建設的なコミュニケーションを行っており、前向きな進展がある」とコメント^(注13)し、中国当局がSEC及びPCAOBとの間で中国企業の米国上場廃止の回避に向け継続的に働きかける姿勢も窺える。今後、上場廃止措置が始まるまでの3年間の猶予の中で米国市場における中国企業を取り巻く環境がどのように変化するかについて注目が集まる。

(注1) エンロン事件やワールドコム事件など1990年代末から2000年代初頭にかけて頻発した米国企業の不正会計問題に対処するため制定された法律。正式名称は、「Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002」。

(注2) <https://www.sec.gov/rules/final/2021/34-93701.pdf>

(注3) Cyberspace Administration of China

(注4) <https://hksar.org/beijing-wants-cybersecurity-reviews-on-foreign-ipos-by-tech-firms>

(注5) http://www.cac.gov.cn/2021-07/04/c_1627016782176163.htm

(注6) 資金調達のために設立されるペーパーカンパニーのこと。経営の実態が無いため、貝の形はあっても中身がないことから「シェル（貝殻）」と呼ばれる。



(注7) <https://timesofindia.indiatimes.com/world/china/china-regulator-says-govt-policies-not-necessarily-linked-to-overseas-ipos/articleshow/88105674.cms>

(注8) <https://www.sec.gov/news/public-statement/gensler-2021-07-30>

(注9) <https://www.reuters.com/world/china/china-targets-offshore-ipo-structure-require-ministry-approval-sources-2021-07-08/>

(注10) https://www.uscc.gov/sites/default/files/2021-11/2021_Annual_Report_to_Congress.pdf

(注11) <https://www.wsj.com/articles/didi-global-plans-to-delist-from-new-york-stock-exchange-11638495158>

(注12) <https://m.weibo.cn/status/4710244250289231?>

(注13) <https://pekingnology.substack.com/p/chinese-securities-regulator-responds>

