

海外上場中国企業に相次ぐ不正会計疑惑

リバース・マージャーで上場、SECの召喚状も無視

大和総研ニューヨークリサーチセンター
シニアリサーチャー 深谷 羊子



アメリカ、カナダあるいは香港に上場した中国企業で不明朗な会計が表面化し、問題になっている。アメリカでの厳しい開示基準を避けるため、中国企業はアメリカでの上場に際し、ほとんど例外なくリバース・マージャーと呼ばれる手法を利用している。その結果、投資家に対する開示が不十分となっているだけでなく、親会社である中国企業が米国証券取引委員会（SEC）の管轄外であるため、SECからの召喚状や罰金も無視されている。

有力ヘッジファンドも多額損失

中国企業の不正会計疑惑が注目を浴びるきっかけになったのは著名ヘッジファンド・マネージャーであるジョン・ポールソン氏の旗艦ファンド、アドバンテージ・プラスが6月に大きな損失を出したことである。アドバンテージ・プラスはトロントに上場されていたサイノ・フォレストという中国の林業会社の

約12%にあたる3500万株弱を保有していた。損失のきっかけは、6月2日に米国人が経営し香港を拠点とする小さな証券会社がサイノ・フォレスト社のリサーチ・カバレッジを開始し、売り推奨を出したことである。そのおもな理由はサイノ・フォレスト社が山林資産に関して不適正な会計処理を行っているという指摘である。

このレポートが発表されたあと、サイノ・フォレストの株価は、6月2日の14カナダドル余りから翌日には5カナダドル余りまで急落した。同証券会社のレポートは、大手証券会社のレポートに比べると、やや客観性に欠ける記述も含まれるが、中国企業のデイスクロージャー・レベルの一般的な低さも災いして、サイノ・フォレスト社に対する疑惑の真相はいまだ明らかになっていない。7月4日にアメリカの大手ミューチュアル・ファンド会社

がサイノ・フォレスト株を大量に購入していたことを明らかにしたため、株価は持ち直したが、7月19日には一部格付会社ですでに投資適格以下にあったサイノ・フォレスト社の社債をさらに格下げするなど、まだ波乱含みである。

筆者の調査によれば、ヘッジファンド・マネージャーの間ですでに年初ごろより、サイノ・フォレスト社に限らず、海外に上場されている一部の中国企業での不正会計の可能性が懸念されていた。本来は高い開示レベルを要求されるアメリカやカナダの市場でなぜこのようなことが起こっているのだろうか。原因の一つに「リバース・マージャー」という上場手法が指摘される。

シエル・カンパニーを使って上場

アメリカには未上場で企業活動を行っている会社だが、上場されていないが実際には活動を行っている小さい企業（いわゆるシエル・カンパニー）を買収するリバ

リス・マージャーと呼ばれる上場手法がある。リバース・マージャーは通常のIPOに比べると、手順が簡素で、開示基準も緩い。過去のリバース・マージャーとして有名なものは、05年にU・S・エアウェイズ社がアメリカ・ウエスト・エアライン社を買収することでチャプター・イレブン（会社更生状態）から抜け出し、上場を果たしたことである。また同じく05年にニューヨーク証券取引所がアーキペラゴ社を買収し、会員制の相互会社から上場企業となった。

現在、資本調達意欲の旺盛な中国企業が、米国市場での資金調達を狙って、この手法に目をつけたというわけだ。上場といっても、証券取引所だけではなく、証券会社がマーケット・メイクをする限り、OTC（相対取引）市場での取引も可能である。OTC取引の場合は、上場基準を満たす必要もないため、証券取引所による審査もなく、手続はさらに簡易である。近年、相次いだ中国企業によるリバース・マージャーの場合、その多くは小さな無名の会計監査

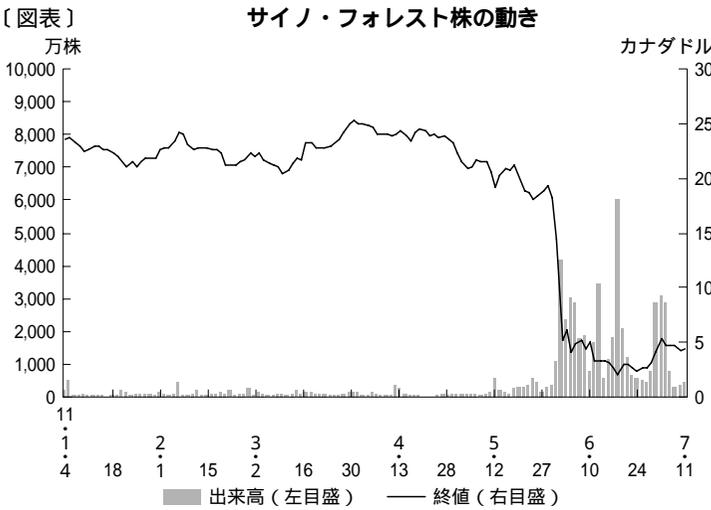
法人や、法律事務所、証券会社を使って行われるのが特徴である。

監査は中国の監査法人に丸投げ

今年3月14日に公開会社会計監視委員会（Public Company Accounting Oversight Board：丸投げ）

PCAOB）がアメリカに上場する中国企業の実態調査報告を発表した。その報告書（注1）によれば、07年初から10年3月末までにアメリカで行われた603件のリバース・マージャーの4分の1強にあたる159件が中国企業によるものである。この統計には前述のサイノ・フ

サイノ・フォレスト株の動き



（出所）ブルームバーグのデータから大和総研作成。

オレスト社のようにカナダで上場、あるいは香港、シンガポールで上場されたものは含まれていない。一方、リバース・マージャーではなく、通常の手続をふんでアメリカで同期間にIPOを行った中国企業は56社と総計433件のIPOの13%にすぎない。

対して、リバース・マージャーを実施した159社は1284万ドルと企業規模が小さい。またリバース・マージャーを行った中国企業の60%近くは、資産総額、粗収入、いずれも5000万ドル以下の企業が占めている。さらに、これら中国企業の会計監査を行う監査法人の94%が、PCAOBにより3年に一度の検査を義務付けられている小さな監査法人である。ちなみに、100社以上の会計監査を行う監査法人は毎年検査が義務付けられている。

監査法人の規模が小さいため、独自に中国企業の監査を行うことがむずかしく、香港あるいは中国を本拠とする監査法人に全面的に依存する結果、米国基準での監査が行われていないという問題点も指摘されている。また、アメリカでの監査資格のない中国人秘書にこれら中国企業の監査を任せているケースも例としてあげられている。

SECが投資家に注意勧告

SECはPCAOBの調査報

IPOを行った56社の時価総額が2722万ドルにのぼるのに

告を受けて、6月9日、リバ

ス・マージャーで上場した外国
企業の投資に際してとくに注意
が必要である旨、投資家へ注意
を促した(注2)。中国企業を名
指しているわけではないもの
の、11年の3月から5月につ
けて、リバース・マージャーで上
場した企業のうち、SECが罰
則規定を適用した例としてあげ
た6社のうち、4社は中国企業
(ヘリ・エレクトロニクス、チ
ャイナ・チャングジャング・マ
イニング・アンド・ニュー・エ
ナジー、リノ・インターナシヨ
ナル、アドバンスト・リフレク
ティブ・テクノロジーズ)であ
る。SECによる勧告は中国企
業を念頭においたものであると
推察される。

SECは11年に入ってから20
社余りの市場取引を停止する罰
則を科しているが、その理由と
して、公開された企業あるいは
財務情報が不正確であったり、
不完全であったりすることをあ
げている。取引停止だけではな
く、悪質なりバース・マージャ
ーの場合には、証券登録の抹消
も行ったとしており、その数は

8社にのぼる。

中国企業は SECの管轄外

ただし、SECの管轄権はア
メリカに限られる。アメリカで
は証券疑惑が起った場合に
は、SECが召喚状を発行し
て、強制調査することができ
るが、中国企業がリバース・マ
ージャーで米国上場した場合に
は、企業活動はおもに中国であ
るため、中国監督当局の協力が
なくては情報収集もできない。
リバース・マージャーがもと
と米国企業を対象にしたものだ
つただけに、予想外の落とし穴
との感がある。

たとえば、現在進行中のチャ
イナ・ユーチャイ・インターナ
ショナルの不正調査にあつた
て、SECは捜査が困難をきわ
め、大幅に遅れていることを認
めている。また、06年に起こつ
たチャイナ・エナジー・サービ
ングズ・テクノロジーズの件で
は、SECは同社に340万^{ドル}
にのぼる罰金を科したにもか
かわらず、実際にはいまだに支払わ
れていない。

SECにより問題が指摘され

た場合、監査法人が中国企業の
監査をやめてしまふケースも多
発している。SECによれば、
少なくとも24社以上で監査法人
が辞任する状況となっている。

リバース・マージャーにより
上場した企業に問題があつた場
合、企業だけではなく、上場を
担当した証券会社に対して証券
取引所が罰則規定を適用するこ
ともできる。ただし、現在問題
になっている中国企業の上場を
担当するのは中小の証券会社が
主であるため、この罰則規定が
大きな効果を発揮するとは思わ
れない。

中国での当局間交渉も 効果は疑問

7月初旬にSECおよびPC
AOBによる代表団が北京を訪
れ、こうした問題について中国
当局と話し合った。詳細は公表
されていないが、SECとして
は、中国当局に対して不正会計
に関する捜査への協力を依頼す
るものと思われる。ただし中国
サイドはこれまでに、「不正
会計問題は針小棒大の扱いを受

けているだけではなく、ビジネ
ス文化の違いである」という趣
旨の発言をしており、また国家
の管轄権にもかかわる問題なの
で、米国側が今回の会合で意図
した結果を得られるかどうかは
大いに疑問である。

(本稿は筆者の個人的意見を表
したものであり、所属先の見
解、方針とは一切関係がない)

(注)1 <http://pcaobus.org/>

[Research/Documents/Chinese](http://pcaobus.org/Research/Documents/Chinese)

[Reverse_Merger_Research](http://pcaobus.org/Reverse_Merger_Research)

[Note.pdf](http://pcaobus.org/Note.pdf)

2 [http://www.sec.gov/invest](http://www.sec.gov/investor/alerts/reversemergers.pdf)

[or/alerts/reversemergers.pdf](http://www.sec.gov/investor/alerts/reversemergers.pdf)

ふかや ようじ

国際基督教大学卒、ペンシルベ
ニア大ウォートン・スクールM
BA、SGウォーバーク(ロン
ドン)、AIG(ニューヨーク)、
ク、アジア開発銀行(マニ
ラ)等を経て現職