

〈1〉 中国企業による VIE ストラクチャーを用いた 米国上場の今後の行方

株式会社 Bespoke Professionals 代表取締役
公認会計士 / 米国公認会計士 / 税理士 **大内 宏貴**

1. はじめに

2021年6月30日、中国版 Uber ともいえる DiDi (滴滴出行) が、2014年のアリババグループの250億ドルに次ぎ2番目の規模となる約44億ドル(円換算で約4,870億円)、時価総額は約680億ドル(円換算で約7兆5,500億円)の評価額でニューヨーク証券取引所に上場しました。しかし、その数日後、中国の規制当局は DiDi に対して、中国全土において新規会員登録やアプリ配信の停止等を命じ、投資家を驚かせるとともに、米国で上場する中国企業の将来に対する暗雲が垂れ込めました。(結果として、この一件から米国上場中の中国企業に対する中国当局からの締め付け強化が始まり、関連中国企業の株価が大暴落：後述)

この DiDi 問題が発生するまで、中国企業にとって、米国市場は極めて重要性の高いものでした。1999年に最初の中国企業が、米国預託証券(ADR: American Depositary Receipt、海外の株式を米国の投資家が保有できるようにするための代用証券)の販売を開始以降、400社以上の中国企業が米国の証券取引所に株式を上場し、史上最長の強気相場の恩恵を受け、中国のテクノロジー企業を中心におよそ1,000億ドル(日本円にして11兆円)以上の資金を調達しました。米国の証券市場全体に占める中国企業の株式の時価総額比率は2%程度(約1兆5,202億ドル)と規模は小さいものの、今後も上場企業数

の増加に比例する時価総額の高まりが期待されていました。

この資金調達の成功には、アリババやテンセント、今回問題となった DiDi を含むほとんどの中国企業が、複雑な階層構造を持つ VIE (Variable Interest Entity: 変動持分事業体) ストラクチャーというスキームを採用し、中国企業を海外企業に変え、海外の投資家が株式を購入できるようにした、という背景があります。共産主義である中国においては、多くの産業で外国人による中国企業株式の取得が制限・禁止されており、世界中の投資家が自由に投資できる環境下にはありません。この障害を回避するために開発されたのがこの VIE ストラクチャーでした。実際には、法律的に解決されていないスキームで、その複雑性からも全貌を理解するのは困難を極めますが、それでも、米国の投資家、ウォール街、中国共産党には受け入れられ、すべての関係者にとって Win-Win となる便益をもたらせてきました。

しかしながら、DiDi の IPO (株式公開) に端を発した今回の混乱でこれまでの風向きが大きく変わる可能性があります。法的に問題ありとされていたものの、中国当局も目をつむってきた VIE ストラクチャーの再検証、中国企業の米国上場自体の規制強化等、これまでの蜜月関係にひびが入る動きが連日報道されています。

今回は、この紙面をお借りして、まず VIE ストラクチャーの概要を解説し、そのうえで、米国上場を

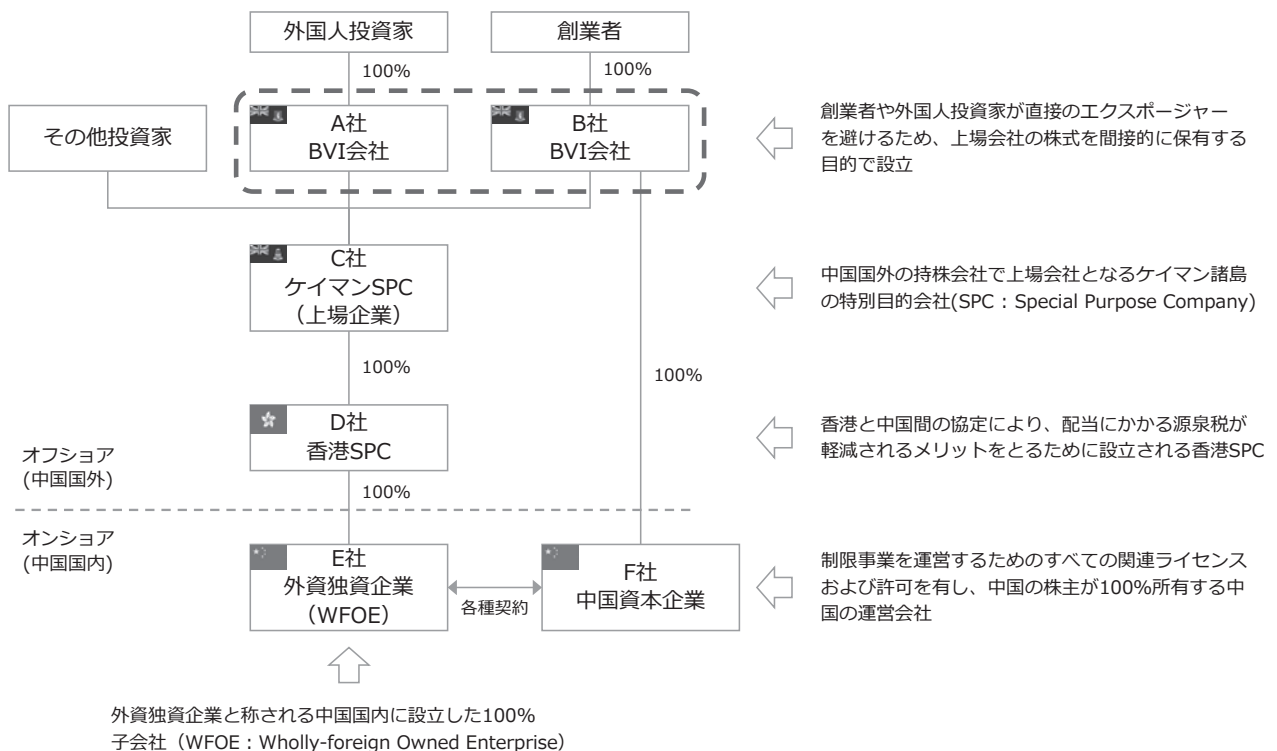
選好してきた中国企業や中国経済に対して、DiDi の IPO 問題を契機とした今回の混乱が与える影響について考察したいと思います。

2. VIE ストラクチャーとは何か？

VIE ストラクチャーの概要

ほとんどの中国企業が米国上場する際に用いる VIE ストラクチャーは、契約支配型ストラクチャーと言われます。会社によって複雑度が異なりますが、構造を最もシンプル化すると、当事者は少なくとも五者存在し、図 1 のような仕組みとなります。

図 1：VIE ストラクチャー全体図（筆者作成）



- ①上場会社の株式を間接的に保有するための箱となる A 社と B 社
- ②資金調達と上場の主体として設立される SPC の C 社 (ケイマン諸島などで登記)
- ③節税目的で設立される香港 SPC の D 社
- ④ D 社の 100% 子会社で、中国国内に設立した外資独資企業(WFOE:Wholly-foreign Owned Enterprise) と称される E 社
- ⑤中国国内で事業を行う内資運営会社の F 社 (VIE に該当)

①～④の会社はすべてペーパーカンパニー (シェル企業)です。そして、VIE ストラクチャーの際立った特徴といえるのが、④の WFOE である E 社が、中

国国内会社の F 社との間で締結した支配権と利益に関する一連の契約上の取り決めを通じて、F 社の経営活動を支配するとともに、F 社の利益を吸い上げ、F 社に対し事実上の支配権を行使できる関係を構築できる点です。すなわち、支配権と経済的利益の獲得は F 社の株式の所有権の過半数以上の保有に基づくものではなく、一連の契約上の取り決めや仕組みのある契約を通じて行われます。

そして、会計基準上も VIE に対応するための会計基準が設定されており、上場会社である持株会社 C 社の連結財務諸表には、資本関係のない F 社が連結されず (米国会計基準 ASC810-10)。

VIE 自体は、何十年も前から存在する構造で、米国ではエンロン社がバランスシート上の資産と負債

をオフバランスするために最初に普及させた仕組みです。当時の SPC は一定の要件を満たせば連結範囲から外すことが可能だったことから、エンロン社は巧妙なスキームを組んで 3,000 社を超える SPC の連結外しを行い、不良資産を飛ばして、業績を良く見せるという粉飾決算を行っていました。

その VIE が時を経て、通信、電子商取引、教育、メディアなど、特定の事業分野への外国資本の投資規制を回避する目的で、VIE ストラクチャーとして開発され、これら規制業種の中国企業による海外上場、及び資金調達を可能にしています。加えて、上場する箱となる会社は通常、ケイマン諸島や英領バージン諸島で法人化され、北京の法的管轄外になるように設計されています。



VIE ストラクチャーの必要性

なぜこのような複雑なスキームを用いて上場するのか。そこには中国特有の法制度の問題や中国政府と米国市場及び投資家の思惑の一致、という様々な事情が存在します。

まず、VIE ストラクチャーは、中国企業が欧米の資本にアクセスできるようにすると同時に、欧米の投資家が中国の株式にアクセスできるようにする、という 2 つの目的を達成しています。すなわち、VIE ストラクチャーは、中国の規制当局に対して、当該企業が中国人によって完全に所有されていることを表明し、一方で欧米の投資家に対しては、彼らがその中国企業を合法的に所有していることを表明することを可能にします。

中国政府は、前述のとおり、安全保障や国内産業の保護などを理由に、制限業種については、外資による投資を認めていません。しかしながら、海外市場では中国マーケットの拡大に期待する投資家が多く存在し、莫大な資金調達が可能な環境があり、成長著しい中国企業にはこの規制を何とか回避して海

外の投資家から資金提供を受けたい、というニーズが存在します。特にコロナ・パンデミックに対応するために世界各国で実施されている大規模な金融緩和により世界の投資マネーが米国市場に流れ込み、株価は右肩上がり、絶好調、低調が続く中国市場よりも大きな資金調達が期待できることで、中国企業の米国上場熱にさらに拍車がかかっていました。

一方、中国政府の視点から見ると、自国企業の米国上場はどのように映ったでしょうか。当初は外国の資本、技術、経営経験を中国の国内企業に融合させることで、中国のインターネット産業の発展を加速させることが可能、と考えていたふしがあります。

近年でこそ、中国は米国と双璧する経済大国になりましたが、かつての中国政府や中国のベンチャー企業には、莫大な資金が必要となる IT ビジネスの発展のために多額の投資資金をつぎ込む余裕はありませんでした。そんな中で、中国の IT 企業はこの VIE ストラクチャーによって、海外（米国）で IPO を実現し、多額の投資マネーを獲得することが可能となりました。また、これに伴い、中国政府も雇用の促進、税収の増加、自国経済力の競争力強化など、繁栄に伴う多くのメリットを享受することができました。つまり、VIE ストラクチャーによる自国企業の米国上場は、自国企業および中国政府がともに果実を受け取ることを可能にしたのです。

今度は中国企業を受け入れる米国市場の視点で見てもみましょう。米国市場としても、世界最大の企業を擁し、世界から投資マネーを呼び込む、世界有数の金融市場になることを目指しています。そのためには、DiDi のような中国の次世代企業を米国の証券取引所に上場させることができれば、米国の証券取引所のさらなる成長に繋がりますし、そして、その成長は米国が世界の金融の中心地であることをさらに強固にするという好循環をもたらします。よって、米国市場にとっても、直接投資ができない中国企業が VIE ストラクチャーを用いて、米国証券市場に参入してくれることは好都合でした。

中国企業は権威ある米国市場にアクセスでき、米国の投資家は世界で最も急成長している企業に参入するチャンスを得ることができる、という、まさに共生関係というべき、米国と中国が実際に同じ考えを持ち、共に成長を遂げた分野のひとつがこの中国企業の米国上場であるといえます。