

## 〈2〉米「外国企業説明責任法」が迫る 中国企業の退場

日本経済新聞社 編集委員 川瀬 憲司

中国企業の米国の資本市場での地位や居場所を巡り、米中間のせめぎ合いが続いている。米国は公正な証券取引の確保や一般投資家保護の観点から、自国の市場に上場する外国企業の監査を請け負う会計事務所に対する定期的な検査を義務付けてきたが、中国だけがそれを拒否。米国側はアリババ集団や京東集団（JDドットコム）、百度（バイドゥ）を含む、米国で上場する中国企業173社を一時は「上場廃止候補」としてリストアップする事態に発展していた。

一方、中国は国家安全保障を盾に、米国の要求を長年突っぱねてきたが、米国議会で中国を事実上、狙い撃ちした新法の施行や、それに基づく制裁発動に向けた具体的な行動が積み上がる中、従来の方針を転換し、香港での検査受け入れを決めた。その1回目はつつがなく進んだようだが、米国は強硬な姿勢を崩しておらず、中国側も不測の事態を視野に入れた備えを進めている。

世界で最も規模が大きく、流動性も高いうえ、基軸通貨の米ドルが直接調達できる米国の資本市場は、世界中の企業を吸い寄せてきた。米国の金融業界がなおも世界で圧倒的な影響力や競争力を保ち続ける源泉でもある。

これに対し、中国は世界で最も資金需要が旺盛な経済の1つ。米国の資本市場は長年に亘りそれを満たし、中国の経済や企業の高度成長を資金面で下支えしてきた。それにより、米国の金融業界も大いに

潤ってきたのだが、その関係が根本から揺らぐリスクに直面している。

今後の展開はなおも見通しにくい。多くの中国企業が米国市場で上場廃止の危機に直面するというこの問題の本質は、米中対立がもたらしたデカップリング（分離・切り離し）が、サプライチェーンやテクノロジーなどの分野から、資本市場にも本格的に広がっていることを示しているといえそうだ。

同時に、中国共産党が政権樹立後にいったんは閉鎖に追い込んだ株式市場の再開という大きな方針転換をしてから約30年の間、米国を含む世界の主要な株式市場が、中国企業を自国市場に取り込もうと競ってきた構図が新たな局面を迎えたとの見方もできる。かつては見て見ぬふりをしてきた中国企業と共産党の関係について、米国は明確にするよう求め始めている。

本稿では米国市場からの上場廃止リスクに直面する中国企業の対応や市場関係者の反応を軸に、この問題の背景や新たに派生しつつある側面などについて検討を試みたい。

### ★「歴史的、且つ前例のないアクセス」

クリスマスを間近に控えた2022年12月15日、米証券取引委員会（SEC）傘下の執行機関、上場企業会計監視委員会（PCAOB）は、香港で実施した初めてとなる中国と香港の監査法人に対す

る検査の結果を発表した。

この検査は8月26日に、米SECが中国証券監督管理委員会（証監会）と中国財政部との間で交わした合意に基づいて行われた。PCAOBは9月から11月までの約9週間にわたり、香港に検査官を含むスタッフ30人以上を送り込み、2つの監査法人を検査した。派遣した人員の規模は、通常の外国での検査にあたる調査チームの倍以上にあたるという。

PCAOBのエリカ・ウィリアムズ委員長は12月15日の声明で、初めて行われた今回の検査について「歴史的、且つ前例がないアクセスを得た」と称し、無制限の検査を認めるとする8月の合意を順守した中国側の対応を評価した。これを受け、PCAOBの理事会は同日、中国に対する従来の決定を無効（vacate）にすることを決めた。PCAOBは明確にしていなかったが、ニューヨーク証券取引所（NYSE）やナスダックなど米国市場で取引されている中国企業の米国預託証券（ADR）の上場廃止に向けた動きをいったん停止したと受け止められている。

中国証監会は翌16日、米国側の決定を「歓迎」する報道官談話を発表。香港での初回の検査が滞りなく終わったことを踏まえ、「さらに安定した、予測可能な国際的な監督管理体制をともに作り上げていきたい」などとし、本件に関する米当局との友好的な協力関係の構築に向けた意欲を示した。

後述するが、中国側はしきりに検査が、「共同」の作業であることや、「双方」の努力によって実を結んだなどとする説明を用いている。中国側の対応においてはよくあることではあるのだが、主に国内向けに、米国の制裁や脅しに屈して譲歩したとの印象を与えないためだと考えられる。

もっとも、こうした中国側の思いとは裏腹に、ウィリアムズ委員長は「はっきりさせておきたいことがある。これは中国の企業に対する検査や調査の始まりであって、終わりではない」と述べている。今後も監査法人への検査を通じた米国上場の中国企業への調査や監視の手を緩めない姿勢を示し、既に2023年に実施する次回の検査に向けた準備作業に入っていることを明らかにした。

### ★外国企業説明責任法の威力

中国がかねて拒否し続けてきたPCAOBによる

検査を一転して受け入れる決め手となったとみられるのが、ドナルド・トランプ政権末期の2020年12月に成立した「外国企業説明責任法（Holding Foreign Companies Accountable Act、略称HFCAA）」だ。中国側の豹変について、ウィリアムズ委員長もHFCAAの成立を挙げ、「米議会が米資本市場へのアクセスは特権であって権利ではないという明確なメッセージを発し、それを中国側もはっきりと明確に受け止めた」としている。監査法人に対する検査忌避と、自国企業の上場維持は両立し得ないことを法的に明確にしたことが、中国を今般の合意に引き込んだとの認識を示すとともに、中国に具体的な対応を迫る強力な道具を与えた米議会に謝意を表明している。

そもそも、米国内で上場するすべての外国企業は、米国の会計監査基準を順守する必要があったのだが、HFCAAの施行により、外国企業の会計監査を担当する監査法人のうち、PCAOBの検査を3年続けて受け入れなかった場合、米国市場での上場が続けられなくなった。この期間を2年に縮めることを柱とする後続法案も、クリスマス直前に米国議会を通過した。

HFCAAが成立した時点で、世界80以上の国・地域の外国企業が米国で上場していたが、PCAOBによると中国本土と香港を除くすべての国・地域に属する監査法人が検査を受け入れていた。中国本土と香港以外では、ベルギーも監査を受け入れていなかったが、2021年4月に受け入れに関する合意に達していた。このため、この法律は事実上、中国を狙い撃ちにしたとみられている。

PCAOBはそもそも、エネルギー大手のエンロンや通信大手ワールドコムなどの不正会計問題が相次いだことを受け、2002年7月に施行した企業改革法（通称サーベンス・オクスリー法、SOX法）により発足した非営利団体だ。監査法人への検査・監督を通じ、上場企業の情報開示の質を担保する役割を担う。PCAOBが中国の会計問題で前面に登場するようになったのは、この20年でいかに中国企業の米国上場が増えたか、またそのプレゼンスが高まったかの証しでもある。その半面、中国企業による会計不正疑惑はその間にいくつも発生し、それを摘発するためのSOX法という根拠法が存在していたにもかかわらず、本格的に行使されることはな

かった。

## ★米中対立で事態が一変

これについて、香港を拠点とする民間の非営利団体、アジア企業統治協会（ACGA）で調査部門トップを務めるジェーン・モア氏は筆者の取材に対し、「大きな背景として地政学上の変化があり、この20年でそれが大きく変わった」と指摘する。米中対立の激化が、米証券当局の中国企業に対する見方や監督姿勢などに変化をもたらすようになった。さらにそれが具体的な行動に至るためには、HFCAAの成立といった「政治的な原動力が必要だった」と分析する。

モア氏は、仮に米国で対中政策の大転換のような、政治的に大きな力が働いていなかったとすれば、「かつてのような状態のままだったかもしれない」とみている。

英国の資産運用会社、インボックス・アセット・マネジメントでアジア太平洋地区のサステナビリティとESG部門を束ねる李睿氏も、上場廃止問題を米中対立の大きな枠組みの中で捉えている。筆者の取材に対し、「米中間の貿易戦争や対立激化を考えると、いかなる事象も純粋に資本市場に関することだとか、業界レベルの話として済ませることはできない。いかなることも、現下の政治情勢の大きな傘の下にあることとして語る必要がある」とみる。

中国企業の企業統治（コーポレートガバナンス）の専門家でも、中国企業の米国上場を巡る問題についても長年に亘り観察・研究してきた李氏によると、本件に関する両国の政府間交渉の流れを辿ると、SECやPCAOB、財政部や証監会といった双方の証券・資本市場を司る責任者だけではなく、それ以外の政府部門も広く関与していると指摘する。「明らかに資本市場の監督当局の間だけでなく、さらに高いレベルでの交渉だ」と話している。

## ★高まっていた中国企業への風圧

米中対立が激化の一途をたどるなか、米国上場の中国企業やそれを監査する会計事務所への風圧も確実に高まっていた。

その流れをある意味、決定付けたのが2020年

4月に発覚した、当時ナスダックに上場していた中国の大手コーヒーチェーン、瑞幸咖啡（ラッキンコーヒー）による粉飾会計だ。同社は米スターバックスが築き上げていた中国における事実上の1強体制に立ちどころ民族系資本として脚光を浴び、中国国内での店舗数でスターバックスを抜いてトップに立った時期もあった。

SECによると、同社は少なくとも、19年4月から20年1月までの間に3億ドル（約400億円）以上の売り上げを水増しした一方、これを隠蔽する目的から1億9000万ドル以上の架空の費用が発生したかのように装っていた。さらに、2019年12月期の通期決算で意図的に赤字を実際よりも小さくみせるため、1～9月の収入を45%かさ上げ。一連の会計不正が行われていた間に、8億6400万ドルの資金を債券と株式の両市場で調達していたことをSECは問題視した。

SECで当時、執行部門の共同責任者だったステファニー・アバキアン氏は「外国の発行体やその幹部に、米国の発行体やその幹部と同じ様な責任をとらせることについて、我々の能力には限界があるが、今後もあらゆる手立てを活用し、証券関連法に違反する外国の発行体から投資家を守っていく」との声明を発表。ラッキンは20年12月16日、SECに1億8000万ドルの和解金支払いで合意。HFCAAの施行は、その2日後のことだった。

なお、ラッキンは20年7月にナスダックからの上場廃止に追い込まれ、翌21年2月には米ニューヨークの裁判所に連邦破産法15条の適用を申請した。一方で新たな投資家や経営陣の下、中国本土での営業は継続している。

中国企業の監査を担当する会計事務所についてもSECは22年9月、4大会計事務所の一角、デロイトの中国法人に対し、2000万ドルの罰金を科したと発表。具体的な違反事項は明らかにしていないが、SECのゲイリー・ゲンスラー委員長は「数々の米国企業の中国事業や米国上場の中国企業の監査について、悲惨なほどプロフェッショナルな会計基準の水準に届いていなかった」と厳しく指摘。

この時点で既に成立していたHFCAAに基づく摘発ではなかったとしつつも、いかにPCAOBによる中国企業を監査する会計事務所に対する検査が必要かを改めて強調していた。