



## 慶應義塾大学ビジネス・スクール

# 外国企業説明責任法と中国企業上場廃止

## 1 公開企業会計監視委員会の検査

エンロン (Enron) やワールドコム (WorldCom) といった 21 世紀初頭の大規模粉飾事件を受けて、アメリカでは 2002 年にサーベインズ・オクスリー法 (Sarbanes-Oxley Act of 2002, SOX) が成立した。SOX は内部統制を強化する規定が盛り込まれている。

エンロンの粉飾事件においては、当時の 5 大会計事務所の一郭、アーサー・アンダーセン (Arthur Andersen) が深く関与しており、粉飾に関する証拠湮滅を図ったという経緯があったため、SOX には会計監査に対する検査規定も盛り込まれている<sup>[1]</sup>。SOX によって設立された非営利法人、公開企業会計監視委員会 (Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB) は、上場企業などの会計監査を検査している。従来、上場企業などの監査を担当する会計事務所は、自主規制によって相互に監査の品質確認をしていたが、SOX によって PCAOB による独立した検査を受けることが義務となった。アメリカ国内の会計事務所も国外の会計事務所も、株式などを発行する企業の監査報告書を作成するか、監査報告書の作成プロセスで重要な役割を果たしていれば、PCAOB に登録して定期的な検査を受けなければならない。PCAOB に登録している外国の会計事務所に対しては、少なくとも 3 年に 1 回、検査が行なわれる<sup>[2]</sup>。

当初は、イギリス、EU 加盟国、スイス、中国など、PCAOB 検査を実施するのに障碍のある国・地域があった。このうち、ヨーロッパにおいては、2011 年までに PCAOB 検査を受け入れる仕組みがほぼ整った。依然として、大きな障碍が残っているのは中国である。

<sup>[1]</sup> アーサー・アンダーセンは公務執行妨害のかどで有罪判決を受け解散した。公務執行妨害の有罪判決は上告審では覆っている。

<sup>[2]</sup> 以下、Elizabeth P. Gray and Jessica L. Matelis, "PCAOB Foreign Inspections — A Chinese Conundrum," *The Review of Securities & Commodities Regulation* 44 (12), June 2011, 145–151 による。

このケースは、慶應義塾大学ビジネス・スクール教授 太田康広がクラス討議の資料として作成した。

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクールが出版するものであり、複製等についての問い合わせ先は慶應義塾大学ビジネス・スクールまで (〒223-8526 神奈川県横浜市港北区日吉 4 丁目 1 番 1 号, 電話 045-564-2444, e-mail: case@kbs.keio.ac.jp)。慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかなる部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法 (電子的, 機械的, 写真複製, 録音・録画, その他種類を問わない) による伝送も、これを禁ずる。ケースの購入は <http://www.bookpark.ne.jp/kbs/> から。

Copyright © 太田康広 (2022 年 5 月作成)

## 2 シノフォレストの会計不正

アメリカの証券市場に上場する中国企業の会計監査をめぐるのは、長年にわたり、アメリカ証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, SEC) と中国政府との対立が続いてきた。

5 ニューヨーク証券取引所 (New York Stock Exchange, NYSE) やナスダック (National Association of Securities Dealers Automated Quotations, NASDAQ) 市場には、200 を超える中国企業が上場している。その大半は、アーンスト・アンド・ヤング (Ernst & Young, E&Y)、デロイト・トウツシュ・トーマツ (Deloitte Touche Tohmatsu)、プライスウォーターハウスクーパース (PricewaterhouseCoopers, PwC)、クリンヴェ  
10 ルド・ピート・マーウィック・アンド・ゲルデラー (Klynveld, Peat, Marwick & Goerdeler, KPMG) といった世界 4 大会計事務所の中国法人の監査を受けている。SEC は、長年にわたり、4 大会計事務所の中国法人が、中国企業の監査を担当している点を問題視してきた。

2011 年 6 月、アメリカの投資調査会社マディ・ウォーターズ (Muddy Waters Research) は、カナダ  
15 のトロント証券取引所に上場していた中国の木材事業会社、嘉漢林業国際 (Sino-Forest、シノフォレスト) に資産水増しをとまなう大規模な会計不正があると指摘した<sup>[3]</sup>。マディ・ウォーターズは、上場企業の不祥事を徹底調査し、不祥事のレポートを公表するとともにその企業の株式に空売りを仕掛け、その後の株価下落で儲ける調査会社である<sup>[4]</sup>。俗に、空売り業者 (short seller) とも呼ばれる。

シノフォレストは、木材取引業者を通じて木材を販売する複雑な販売構造をとっていた。シノフォレストは、「競争上の理由」から 1 社を除き、木材取引業者の名前を明らかにしてこなかった。マディ・ウォーターズは、シノフォレストが販売したと主張する 2 億 3110 万ドルの雲南省産木材は大部分が捏造であるとの証拠を持っているという。この金額は、シノフォレストが雲南省で保有する木材すべての評価額を上まわり、伐採可能枠の 6 倍を超えているという。伐採した木材を輸送するためには、この辺境の地から山間部を縫うように走る 2 車線の道路を 5 万台以上のトラックが走らなければならない、現実にはありそ  
20 うにない。シノフォレストは、2006 年以降、28 億 9100 万ドルの立木を購入したとしているが、マディ・ウォーターズは、シノフォレストの雲南省での購入額が 8 億ドル以上過大であるという証拠を持っている  
25 という。

マディ・ウォーターズのレポートを切っ掛けとして、シノフォレストの監査人であった E&Y が辞任し、シノフォレストは、2012 年 5 月 9 日、トロント証券取引所を上場廃止になった<sup>[5]</sup>。

シノフォレストの会計不正事件に続いて、中国企業の会計不正が相次いで表面化する。SEC が中国企業の会計不正の調査を始めたところ、中国政府は「重要書類を国外に持ち出すことは中国の法律で

30 <sup>[3]</sup> [https://d.muddywatersresearch.com/content/uploads/2011/06/MW\\_TRE\\_060211.pdf](https://d.muddywatersresearch.com/content/uploads/2011/06/MW_TRE_060211.pdf)

<sup>[4]</sup> 莫邦富、「中国で恐れられる『上場企業の殺し屋』と呼ばれる投資家の正体」、『ダイヤモンドオンライン』、2020 年 4 月 9 日 5:00、<https://diamond.jp/articles/-/234201>

<sup>[5]</sup> 「シノ・フォレストの監査法人が辞任、上場廃止も決定」、Reuters、2012 年 4 月 6 日 12:03、<https://jp.reuters.com/article/tk8129383-sinoforest-auditor-idJPTYE83501520120406>

禁止されている」という理由で、SEC に協力しなかった<sup>[6]</sup>。

中国政府の協力が得られない以上、SEC が中国企業の監査に疑いを持って、それを調査することができない。2012 年、中国企業の監査情報の提供を拒否したという理由で、SEC が 4 大会計事務所を告発した。2014 年には、中国法人における監査業務を半年間禁止すべきだという見解を公表する。こうした SEC の強硬姿勢に対して、4 大会計事務所が猛反発するなど、事態は深刻化していった。

現在に至るまで、中国政府は、アメリカが中国でアメリカの法律を執行することは国家主権を侵害し、国家機密の漏洩の危険があるとして、SEC や PCAOB などの海外の規制当局へのアクセスを日常的に拒否してきた<sup>[7]</sup>。2020 年 3 月 1 日に施行された改正中国証券法 (CSL2020) は、財務記録を中国国内に残すことを義務付けるとともに、国家機密を含む可能性があるという理由で外国人が情報を共有することを禁止している。さらに、中国国家安全法 (NSL2015) は、SEC や PCAOB などのアメリカ規制当局が中国で活動する企業の財務報告を監督する能力を制限しており、財務の透明性と説明責任に関するアメリカの法律への準拠も阻んでいる。NSL2015 は、アメリカの規制当局がアメリカで上場し、中国で活動している企業の財務報告を監督する能力を制限するために発動されることがある。これらの法律は、アメリカの規制当局と中国で活動する企業とのあいだの国境を越えた情報のやりとりを阻害し、PCAOB の検査の障碍となっている。

これでは、アメリカで上場している中国企業に対する監査の品質確保ができないだけでなく、中国で事業展開するアメリカ企業の中国子会社、関連会社の監査の品質確保もできないことになり、問題は見掛けより深刻である。

### 3 ラッキンコーヒーの会計不正

2017 年 10 月創業の瑞幸咖啡 (luckin coffee、ラッキンコーヒー) は、ごく短期間のうちに急成長した中国のコーヒー・チェーンである。2018 年 1 月、北京に 1 号店を出店してから、わずか 1 年のうちに中国 22 都市に 2000 店舗以上を展開した<sup>[8]</sup>。現在の店舗数は、6024 店 (直営店 4397 店、提携店 1627 店) となり、スターバックス中国の 5557 店を抜いて、中国最大のコーヒー・チェーンとなっている<sup>[9]</sup>。

ラッキンコーヒーではレジがなく、店舗でコーヒーを注文することはできない。注文は、ラッキーコーヒー専用アプリを通じて行なう。ラッキンは、世界バリスタ選手権で 2014 年に優勝した日本人が店舗づくり、コーヒー豆、ミルクまですべてを監修し、品質を前面に出す一方、価格ではライバルのスターバックスよ

<sup>[6]</sup> 「米上場の中国企業、続く不正会計疑惑」、『日経速報ニュースアーカイブ』、2020 年 12 月 4 日 20:30。

<sup>[7]</sup> Qingxiu Bu, “The anatomy of Holding Foreign Companies Accountable Act (HFCAA): a panacea or a double-edge sword?” *Capital Markets Law Journal* 16(4), 2021, 503–527.

<sup>[8]</sup> 岡本侑子、「スタバを脅かす『ラッキンコーヒー』に日本人が学ぶべき教訓」、『日経クロストrend』、2019 年 01 月 28 日、<https://xtrend.nikkei.com/atcl/contents/18/00052/00006/>

<sup>[9]</sup> 「不正会計から復活、Luckin Coffee 21 年売上高 97.5 %増 店舗数はスターバックスを抜き中国最多に」、*36Kr Japan*, 2022 年 3 月 30 日、<https://36kr.jp/180283/>

り2割程度安く設定し、2杯注文すればもう1杯を無料にするキャンペーンで急成長してきた。コーヒー・チェーンで10年以上の勤務経験を持つ人材には、月収2万円から3万円(約40万円から約60万円)の条件で厚遇していたという<sup>[10]</sup>。先行投資が高いため、赤字が続く企業ではあるが、売上高の急成長ぶりが評価され、2019年5月17日、アメリカのナスダック市場に上場した<sup>[11]</sup>。

5 このラッキンコーヒーの急成長にマディ・ウォーターズが疑問を投げかけた。2020年2月1日早朝、マディ・ウォーターズは、ラッキンコーヒーの偽装取引と粉飾決算を告発する匿名のレポートを公表した<sup>[12]</sup>。この調査のためには、92人の常勤調査員と1418人の非常勤調査員が動員されている。ラッキンコーヒーが進出している53都市中の38都市、4507店舗中の981店舗を調査し録画した。店舗関連の調査ビデオ1万1260時間分、レシート2万5843枚、さらに内部者の大量のWeChatのチャット記録を手に入れて分析したという。このレポートは、ラッキンコーヒーの売上高が水増しされている可能性を指摘していた。

10 当初、ラッキンコーヒーは、マディ・ウォーターズのレポートの内容を全面的に否定していたが、2020年4月2日、2019年12月期に会計不正があったことを認める。この発表を受けて、ナスダック市場でラッキンコーヒーの株価は8割弱も下落した。2019年4月から12月までの売上高のうち約22億元分について架空取引などの不正が確認されたという。2019年1月から9月までの売上高が29億元であったことを考えると、売上高の不正計上はかなりの割合を占めている。また、費用についても改竄があったとしている<sup>[13]</sup>。ラッキンコーヒーは、2020年6月にナスダック市場を上場廃止になっている。

## 20 4 外国企業説明責任法

ラッキンコーヒーに続き、いくつかのアメリカの株式市場に上場する中国企業の会計不正が明らかになった<sup>[14]</sup>。

25 マディ・ウォーターズと同様、俗に空売り業者として知られるアメリカの投資調査会社ヒンデンブルグ・リサーチ(Hindenburg Research)が2020年11月30日に公表したレポートでは、中国の中堅電気自動車メーカー、康迪科技集団について、売上高の約55%を占める最大顧客の連絡先がグループ会社と同じであることを指摘している<sup>[15]</sup>。同社の最高財務責任者(CFO)や監査人が頻繁に交替しているこ

<sup>[10]</sup>「中国の嗜好変化、外資を揺るがす、地場のラッキン・蘇寧、急成長、スタバ・無印にライバル」、『日本経済新聞』、2019年2月21日朝刊11ページ。

<sup>[11]</sup>「中国の新興コーヒーチェーン、米ナスダックに上場」、『日経速報ニュースアーカイブ』、2019年5月18日07:04。

30 <sup>[12]</sup> レポートは匿名だが、このレポートを紹介しているのはマディ・ウォーターズのTwitterアカウントである。<https://drive.google.com/file/d/1LKQYMPXV0lssbWQx8j4G3-strg6mpQ7F/view>

<sup>[13]</sup>「中国ラッキンが会計不正 スタバの対抗馬、米社が疑惑指摘」、『日経速報ニュースアーカイブ』、2020年4月3日23:00。

<sup>[14]</sup> 以下、「米上場の中国企業、続く不正会計疑惑」、『日経速報ニュースアーカイブ』、2020年12月4日20:30による。

<sup>[15]</sup> <https://hindenburgresearch.com/kandi/>

となども偽装の兆候とし、売上高の水増しを疑っている。ナスダックでは、康迪科技の株価は同日 3 割近く下落した。康迪科技は、ヒンデンブルグ・リサーチのレポートには、間違いや不正確な結論が含まれていると反論した。

2020 年 11 月 18 日、マディ・ウォーターズは、中国のライブ配信サービス大手、歡聚集團 (JOYY) に、会計不正があるとレポートを公表した。中国のインターネット検索最大手、百度 (バイドゥ) が 36 億ドルを投じて同社を買収すると発表してから、わずか数日後のことであった。マディ・ウォーターズのレポートでは、中国の主要ライブ配信事業の 90% に詐欺行為の不正があると指摘している。JOYY は否定するものの、ラッキンコーヒーやネット教育大手の北京世紀好未来教育科技 (TAL) の会計不正を指摘したマディ・ウォーターズの影響力は大きい。

ラッキンコーヒーやそれに続く会計不正は、中国企業に対する不信感を高めた。これまで、アメリカの証券業界が、中国企業の上場ビジネスで稼ぐため、アメリカ株式市場への誘致を優先し、中国の監査人に対して PCAOB の検査ができなくとも上場を認めるダブル・スタンダードが続いていた。しかしながら、続発する中国企業の会計不正を受けて、中国以外の外国企業と同じ基準を中国企業にも適用しようという機運が高まってくる。

当時、アメリカ議会も対中強硬姿勢を示していた。共和党のジョン・ケネディ上院議員は「中国はアメリカの労働者や家族を搾取するためにアメリカの証券取引所を使っている」と声明で強調している。対中強硬姿勢を示しているのは、共和党だけではない。ケネディ上院議員がケヴィン・クレイマー共和党上院議員、クリス・ヴァンホレン民主党上院議員と共同で提案した「外国企業説明責任法 (Holding Foreign Companies Accountable Act, HFCAA)」は上院に続いて下院でも全会一致で可決された<sup>[16]</sup>。

HFCAA は、アメリカの証券取引所に上場する外国企業に対して、外国政府の支配・管理下にないことの立証義務を課し、その企業を監査する監査人には、PCAOB の検査を義務付ける内容の SOX の改正法である。監査人が 3 年連続で検査を拒んだ場合には、その外国企業は上場廃止となり、店頭登録での取引も認められない。HFCAA は、アメリカの証券取引所に上場する外国企業一般を対象としているが、そのターゲットが中国企業であることは明らかである。

SEC が定めた具体的な手続き規則によると、外国の法域内にあり、その法域内の政府の方針のため、PCAOB が検査できない企業を委員会指定企業 (Commission-Identified Issuers) に指定し、指定継続年数とともにウェブサイトで公開することになっている<sup>[17]</sup>。

委員会指定企業は、外国政府期間による株式保有率、外国政府機関がその企業を財務面で支配しているかどうか、中国共産党の幹部が取締役である場合はその氏名、定款に中国共産党に関する条

<sup>[16]</sup> Chris Matthews, "Senate passes bill that could delist Chinese companies from U.S. stock exchanges," *Market Watch*, May 20, 2020 at 12:58 p.m. ET, <https://www.marketwatch.com/story/senate-could-vote-on-bill-that-could-delist-chinese-companies-from-us-stock-exchanges-2020-05-19>

<sup>[17]</sup> <https://www.sec.gov/files/34-93701-fact-sheet.pdf>

項が含まれているかといった情報を SEC に提出しなければならない。

委員会指定企業の指定が 3 年間継続した場合、SEC が管轄する証券市場において、その企業の証券取引が禁止される。委員会指定企業が禁止を解くためには、PCAOB が審査可能と認めた監査人を利用することを証明しなければならない。禁止が解けたあと、ふたたび委員会指定企業に指定された場合には、その企業の証券取引は、最低 5 年間、禁止される。

SEC は 2022 年 3 月以降、委員会指定企業を順次指定している。2022 年 5 月 9 日時点で暫定リストには計 105 社、確定リストには計 23 社が掲載されている。PCAOB は外国当局の妨害により監査できない企業を既に 200 社以上特定した。現在、特定されている企業はすべて中国または香港の企業である。2022 年 3 月 31 日時点で、ナスダック、NYSE、NYSE アメリカンに上場している中国企業は 261 社であり、時価総額は計 1 兆 4,000 億ドルである<sup>[18]</sup>。

HFCAA の適用が迫ってくるにともない、アメリカの SEC と中国証券監督管理委員会（証監会）は、中国企業の上場廃止を避けるため、HFCAA の規定を充たすことができる措置を模索している。両国が納得できる合意が形成されるとの期待が高まる中、SEC ののゲンスラー委員長は、中国企業の上場廃止を回避できるような合意が間近になっているとの観測を打ち消した<sup>[19]</sup>。アメリカの証券取引所で上場継続が認められるのは、中国企業がアメリカの規制を完全に遵守する場合のみだという。

一方、証監会の方星海副主席は 2022 年 4 月 22 日、HFCAA に関連して、証監会は SEC と定期的に協議しており、近く合意する見通しだと述べた<sup>[20]</sup>。方副主席は博鰲アジアフォーラムで「詳細を詰めるため、基本的に 2 週間に 1 回の頻度で交渉している」と発言した。「PCAOB が中国会計事務所を検査を妥当なかたちで行なえるように、近い将来に合意に達すると強く確信している。不透明感は近く取り除かれる」と語ったという。

## 5 空売り業者への捜査

アメリカの連邦捜査官は、空売り業者が不利な調査レポートを事前に共有し、違法な取引戦術に参与することで株価を引き下げよう共謀したかどうかを調査しているという<sup>[21]</sup>。

マディ・ウォーターズの空売り担当者であるカーソン・ブロック氏は、10 月にアメリカ連邦捜査局 (Federal Bureau of Investigation, FBI) 捜査官から捜索令状を請求されたらしい。

<sup>[18]</sup> 日本貿易振興機構、「米証券取引委、監査を実施できない企業リストに中国 EC 大手など 88 社追加（米国、中国）」、2022 年 05 月 09 日、<https://www.jetro.go.jp/biznews/2022/05/ff8315c40abe966b.html>

<sup>[19]</sup> 「SEC 委員長、中国企業上場廃止回避で合意近いとの見方に否定的」、Reuters、2022 年 3 月 31 日 5:50、<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-03-30/R9KRHODWLU6H01>

<sup>[20]</sup> 「米上場中国企業の監査問題、近く合意の見込み＝証監会」、Reuters、2022 年 4 月 22 日 10:02、<https://jp.reuters.com/article/china-audit-us-deal-idJPKCN2ME01U>

<sup>[21]</sup> Liz Hoffman and Justin Baer, “Justice Department Targets ‘Spoofing’ and ‘Scalping’ in Short Seller Investigation,” *Wall Street Journal*, Feb.16, 2022 2:24pm ET, <https://www.wsj.com/articles/justice-department-is-pursuing-wide-ranging-investigation-of-short-sellers-sources-say-11645019122>

**【設問】**

1. マディ・ウォーターズやヒンデルブルグ・リサーチのような空売り業者が株式市場で果たすポジティブな役割とネガティブな役割について評価しなさい。どのような条件が充たされた場合には望ましい行動で、どのような条件が充たされた場合には望ましくない行動なのか、意見を述べなさい。 5
2. SEC の交渉担当者は、どのような点で妥協すべきで、どのような点では妥協すべきでないか、意見を述べなさい。
3. 証監会の交渉担当者は、どのような点で妥協すべきで、どのような点では妥協すべきでないか、意見を述べなさい。
4. 投資家としては、アメリカで上場している中国企業に対してどのような姿勢で臨むべきか、意見を述べなさい。 10
5. 日本企業の中国子会社、関連会社に対しても同じ問題がある。日本企業の経営者は、中国問題に対してどのように望むべきか、意見を述べなさい。

**【以上】**

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

---

不 許 複 製

---

慶應義塾大学ビジネス・スクール

---