

中国概念股の危機で見てきた諸問題 — 上場手法としての反向收購Reverse Merger (RTO) —

福光寛 (成城大学)

中国概念股あるいは中概股zhong 1 gai 4 gu 3 とは、中国国内に主要収入源があるが中国国外で上場している中国企業の股票gu 3 piao 4 (株券) のことである。2006年から2010年にかけてアメリカ市場で上場する中概股の急増がみられた。当時は投資家に急速な中国株の成長という幻想があったのではないかと。ところが、2010年夏頃より、中概股の財務上の問題が指摘されるようになり、中概股への信頼は次第に低下した。そして取引所や監督当局も判断を硬化。2011年3月から5月にかけて、極めて多数の中概股が売買中止に追い込まれる事態が生じた。この事件を中国では「中国概念股の危機」として報道した。

ではなぜ危機であるのか。考えるに問題のある中国概念股だけでなく、中国概念股全体に問題が波及拡大し、中国株の成長神話に疑問符が付いたことが大きい。

しかしこうした事件が米中間で生じたこと自体がそもそも奇妙だ。なぜなら今世紀初頭のアメリカではまずOTCBB市場で1999年4月から継続開示義務が追加された。またエンロン事件を契機に2002年7月に成立したサーベンス・オクスリー法により、上場会社に対する開示規制は一段と強化された。その結果、今世紀初頭以降、OTCBB、NASDAQ、NYSEいずれの市場でも上場会社数は減少している。

その大きな規制強化のトレンドの中で、財務面で問題のあることが知られる中国企業のアメリカ市場への大量進出、拡大がなぜ生じたか。これは大変奇妙で、謎解きが必要だ。

まず中国企業自身の動機はどこにあるのか。中国では上場が今も制約的である。そこで中国民間企業としては、一定の要件を満たせば上場できる、透明性のあるアメリカ資本市場に殺到したとの解釈がある。そして結果として、開示規制に耐えられなかった企業が多かったのは米国の開示規制の厳しさを中国企業はよく認識していなかったからと見える。

仮説として、中国企業をアメリカ市場に手引きして中国株をドルに換えること (あるいは中国企業の外国籍化) 自体が目的だったと私は推測している。

いずれにせよ開示規制の厳しいアメリカ市場にこっそり入る手法が、反向收購 (非公開会社を公開会社を買収して、実質的に株式公開の効果を得ること) である。日本で裏口上場とも揶揄されるこの手法は、米国では上場手法としてIPOとともに確立している。IPOに比べて、上場時期が市場環境の影響を受けにくい、上場のコストが安い、必要な時間が短い、またダイリユーション (希薄化) を起こしにくい、などの点で優れている。問題点はプロセスの透明性が低いという点である。見直しで出てきた新ルール (2011年11月) は、市場間の移動に今までよりプロセスに時間をかけさせるという修正だった。

米国の監査会社が期待されたとおりの厳格な監査を実行しなかった、ということも問題として分かっている。国を超えた監査の在り方は米中間の争点になっている。

奥深いところにある問題は何か。私たちは新興国株について、成熟した株式とは異なるstory (急速な成長の神話) が可能だと想定している。それを裏付ける数値をどう見るか。まずは財務面での信頼が前提である。そこに疑いが生まれると、中国概念股の問題企業の摘発を成功裏に行った2つの調査会社の判断基準。それから2011年7月に発表されたムーディーズ社の警鐘レポート「新興国企業への赤旗」のいずれもが、急速な「成長」はそれ自体が疑念の対象になることを指摘している。財務の粉飾リスクを考えると、急速な成長を示す数値は危険な兆候である。残念ながらこの事件が与えた不信任は深刻だ。