

## 【2021 年第 9 号】

# 中国企業の海外上場を巡る規制動向 の整理～VIE スキーム～

2021 年 9 月 17 日

莫 敏儀 KELLY MOK

アジア法人営業統括部  
アドバイザー室

T +852-2249-3938

E KELLY\_MY\_MOK@HK.MUFG.JP

株式会社 三菱 UFJ 銀行  
MUFG Bank, Ltd.  
(Incorporated in Japan with limited liability)  
A member of MUFG, a global financial group

2021 年 7 月 4 日、6 月末に米国で上場した中国配車アプリ最大手、滴滴出行（ディディチューション、以下滴滴）に対し、中国政府当局は《国家安全法》<sup>1</sup>、《サイバーセキュリティ法》<sup>2</sup>、《サイバーセキュリティ審査弁法》<sup>3</sup>に基づく取締を行い、「個人情報の収集と利用に関する法律や規則の重大な違反がある」と発表した。国内での滴滴アプリ配信や利用者新規登録の停止、同社が運営する全アプリの削除が命じられた。

滴滴への取締に加え、海外上場における規制強化の法制度整備も公布されており、直近で米国上場を果たした中国企業に対する審査を行うとの報道が相次いでいる。こうした中、これらの中国企業が海外上場に際して採用する特殊な仕組み、いわゆる VIE スキームが再び注目を集めた。本稿では、VIE スキームについて簡潔に解説しつつ、中国当局による関連規制強化の昨今の動向を整理したい。

## 1. 背景

中国政府は国家安全保障や国内産業の保護などを理由に、インターネット産業等をはじめ、特定産業分野を対象に、外国企業による直接投資や外国投資家による出資比率など、外国資本の参入制限を設けている。《外商投資の方向を指導する規定》により、外商投資は、奨励、許可、制限および禁止の 4 種類に分類される。また、中国国家発展改革委員会と商務部は毎年《外商投資参入特別管理措置》を公布し、いわゆるネガティブリストの制定により、業種毎の外資に対する参入制限が管理されている。制限または禁止類に該当する業種においては、中資系企業であっても上場によって外国投資家が株主となり得るため、これらの規定を遵守する必要があるとされる。

また、中国では国内の株式市場（A 株）に直接上場するには、当局より利益規模などに関する審査を通過しなければならない。上場要件や審査基準が厳しく、国有企業と違い民営企業は条件を満たせない場合が多々ある。審査にかかる時間や手間が企業にとってネックとなり、国内上場を諦めて海外上場を目指した中国企業も多数存在する。このように、外資参入禁止対象となる多くの中国民営企業は規制や煩雑な国内上場手順を回避すべく、VIE スキームを構築して海外上場を果たしてきた。実際、2019 年に米上場した 32 社の中国企業の内、28 社が VIE スキームを利用したという。

<sup>1</sup> 中国における「総合的国家安全観」を原則とし、2015 年 7 月に施行された法律。

<sup>2</sup> 中国におけるインターネット分野の安全保障を目的とし、2017 年 6 月に施行された基準法律。

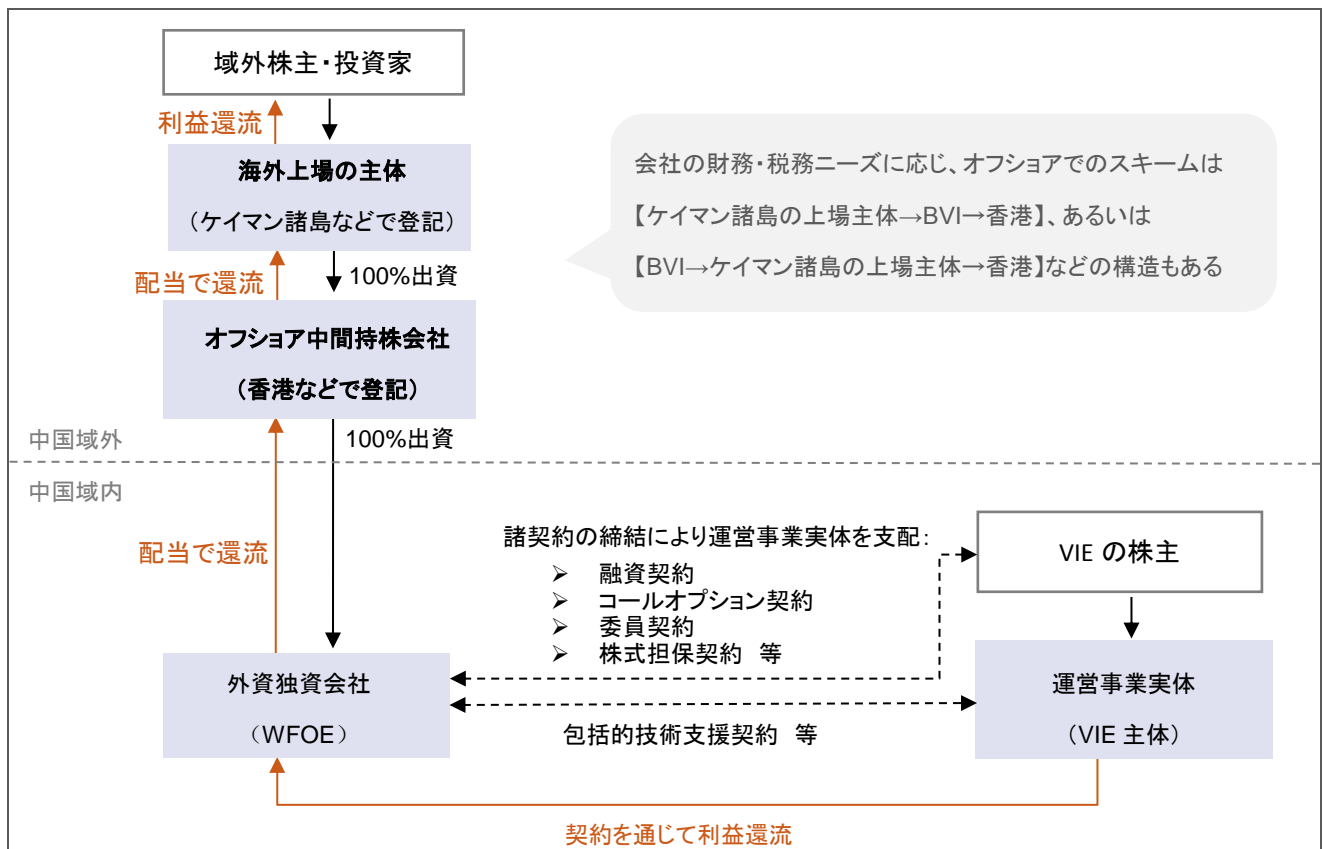
<sup>3</sup> サイバーセキュリティー審査について規定を設けている弁法、2020 年 6 月施行。

## 2. VIE の仕組み・メリット

VIE とは、「Variable Interest Entities」すなわち「変動持分事業体」を指す。以下では、VIE スキームの概略を説明する。

VIE の仕組み	
■	英領ケイマン諸島などで海外上場となる会社を設立登記（経営陣や投資家、投資ファンドより出資）
■	香港やケイマンなどのタックスヘイブンで、オフショア中間持株会社を設置し、その持株会社を經由して中国域内で 100%出資の子会社(WFOE: Wholly-owned foreign enterprise)を設立
■	域内にて実際稼働する事業実体(VIE 主体)には域外株主が存在しないので、外資参入制限された業界でも引き続きライセンスを保有でき、域内での業務継続・運営が可能
■	WFOE は事業実体と資本関係持たないままで、ライセンス使用やノウハウ提供といった各種契約の締結によって支配を及ぼし、事業実体の利益を吸い上げる
■	VIE スキームの下では、上場企業の株主は事業実体の株式を直接保有できないが、WFOE と事業実体・VIE 株主の間の契約を通じて、事業実体の株主と同等の権利が得られる
■	域外株主への利益還流ルート: 事業実体→WFOE→オフショア中間持株会社→海外上場主体

【図 1】 中国企業における海外上場 VIE スキーム



上述の通り、外資参入規制と国内上場における厳格なハードルがある中で、中国企業は VIE スキームを活用してより広範な投資家へのアクセスが可能な米国市場に上場を果たしてきた。特にインターネットやメディアなどの新興企業にとっては、米国上場による企業ブランド価値向上や国際市場での競争力強化が図れることが魅力であろう。

また、上場主体と事業実体との間の中間持株会社を香港に設立することによって、外貨規制のない香港にて簡素な税制・低税率等のメリットが享受できるほか、一定要件を満たせば中港租税条約の適用により通常 10%の配当源泉税が5%に軽減できるため、VIE において投資効率を向上させる意味でも香港は一定の役割を担っていると言える。

### 3. 中国当局による一連の規制強化の主な内容

世界経済に対するIT・インターネット・メディアといったハイテク企業の影響力が日増しに高まっている。そうした中、これらの分野に属する中国企業が VIE スキームを用いて海外上場したことは、世界経済における中国の存在感拡大の一因となった。法制度上 VIE の仕組みはグレーゾーンに入るとみられるが、海外上場による資金調達で中国のイノベーション産業発展を強く後押ししてきたことから、中国政府も従来 VIE を黙認してきた。

滴滴への取締が行われた後、7 月以降中国当局は《法に基づき証券違法行為を取り締まる意見》、《サイバーセキュリティ審査弁法の改定に向けた意見募集稿》、《ネット製品のセキュリティ上の欠陥を管理する規定》を相次いで打ち出した。証券分野における違法行為、海外上場に対する指導・監視強化、サイバーセキュリティ審査弁法の改定といった内容が盛り込まれており、VIE スキームの合法性を含め、中国企業に対する投資環境が大きく変化すると予想される。以下では各規制における主要内容を抜粋して紹介したい。

#### ① 《法に基づき証券違法行為を取り締まる意見》(7 月 6 日公表) 中央弁公庁と國務院弁公庁で共同発表

内容の抜粋	<p><b>2022 年までの目標:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 法に基づき証券違法行為を厳しく取り締まるべく、法執行・司法体制との協調メカニズムの構築</li> <li>■ 重大違法犯罪事案を有効的に抑制</li> <li>■ 資本市場秩序の改善</li> </ul>
	<p><b>2025 年までの目標:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 証券法執行・司法の可視化、規範性・信頼性の向上</li> <li>■ 行政法執行と刑事司法の連携における効率化と円滑化</li> <li>■ 規範的かつ可視化した、開放的な資本市場の形成</li> </ul> <p><b>具体的な措置:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 資本市場の違法犯罪法律責任制度を整備</li> <li>■ 証券市場における詐欺、情報・データ捏造、インサイダー取引、不正な証券発行・市場操作といった違法行為への取締・厳罰化</li> <li>■ データ域外移転の流れ・安全性に関する規制強化および監督管理の協力の深化</li> <li>■ 「中国概念株<sup>4</sup>」への監視監督強化</li> <li>■ 「中国概念株」のリスクへの対応を確実に実施し、関連する監督管理制度体系の整備を推進</li> <li>■ 株式有限会社の海外募集による新株発行及び上場に関する特別規定を改正</li> <li>■ 海外上場する企業に対して情報安全における責任の追及</li> <li>■ 中国証券法の域外適用の制度・仕組みを確立</li> <li>■ 中国企業が国外で証券発行や上場する際に、機密保持や記録の管理を強化する規定</li> </ul>

<sup>4</sup> 中国概念株、中国国内に主な収入源があるが国外で上場している中国企業の株を指す。

② 《サイバーセキュリティ審査弁法の改定に向けた意見募集稿》(7月10日公表、現在草案段階)  
国家インターネット情報弁公室より発表

内容の抜粋

- 100万人以上のユーザー情報を保有する中国企業が海外で上場する際には、サイバーセキュリティ審査弁公室によるサイバーセキュリティ審査を受けなければならない
- サイバーセキュリティ審査は以下のリスクを評価する:  
✓ コアデータ、重要データ、大量個人情報の窃取、流出、損害、不法利用、域外移転のリスク  
✓ 海外上場後に、重要情報インフラ・重要データ・大量の個人情報が外国政府による影響・コントロール・悪用などのリスク
- 上記審査を申請する際に、当該事業者が IPO の申請資料の提出も必要
- 審査行う主体に証券監督管理委員を追加

※香港・マカオは「国外」に含まれない  
※意見募集期間は7月25日まで

③ 《ネット製品のセキュリティ上の欠陥を管理する規定》(7月12日公表、9月実施)  
工業情報化省、国家インターネット情報弁公室、公安省が共同発表

内容の抜粋

- ネットサービス・IT 機器を提供する企業、ネット製品のセキュリティ上の欠陥を管理する組織・個人が規制の対象
- セキュリティ上の欠陥の情報を集め、販売し、公表する行為は禁止
- 欠陥関連情報を受け付ける窓口を設け、得た情報は最低でも6か月保存しなければならない
- 欠陥が発覚された場合、速やかに補修を行い、当局の指導に従い公表する必要あり
- セキュリティ上の欠陥を通報する奨励機制を設立し、欠陥を発見し通報する組織・個人を奨励

規制強化の具体的な内容のうち、「中国証券法の域外適用の検討」、「『中国概念株』に対する監視・監督の強化」、「サイバーセキュリティ審査を受ける義務」が最も注目される。これから海外上場を計画している企業は勿論、既に海外上場した企業にも影響を及ぼすことになる。9億人とされる中国のインターネット人口を考えると、「100万人以上のユーザー情報を保有する企業」との適用基準は容易に達してしまうため、影響が広範囲に及ぶことは避けられない。

また、前述の規制のほか、中国におけるデータ関連法律制定の動向も注意が必要だ。中国政府は「データ主権」を国家安全保障の一環であることを強調し、あらゆるデータの取扱いに対する管理を強化している。《データセキュリティ法》<sup>5</sup>、《個人情報保護法》<sup>6</sup>は今年導入され、《サイバーセキュリティ法》を含めデータ関連の法制度の整備が行われてきた。データの収集・域外移転への規制強化との措置も挙げられており、海外上場を目指す企業も規制対象に該当すると思われる。規制に違反した場合、高額な罰金が科されるほか、事業の停止、営業許可取消等の可能性もある。

#### 4. まとめ

2021年前半に米国上場した中国企業38社は135億米ドルの資金を調達するなど海外上場意欲が盛んだったが、滴滴事件以降は米国上場ブームの退潮が鮮明になった。現在、中国企業は規制の不確実性に対する懸念から、上場方針の再考を迫られている。中国政府のVIEに対する規制強化が濃厚になりつつあるなか、海外上場を見合わせる動きが相次いでいる。例として、「小紅書」(スタートアップ SNS EC)、「Keep」(フィットネスアプリ)、「喜馬拉雅」(音声プラットフォーム)といった中国企業は米IPO計画を撤回・保留したと報道されている。

一方、規制強化は中国企業の香港上場(H株)には原則適用されないため、米国上場を計画していた中国関連銘柄にとって、上場先を香港に切り替えるのも選択肢の一つとなろう。グローバル資本が集まる香港証券取引所は中国本土

<sup>5</sup> 中国における初のデータ取扱いに関する包括的な法律、2021年9月施行。

<sup>6</sup> 中国における初の個人情報に特化した法律、2021年11月施行。

での上場と異なり規制面のリスクが小さい。今年米国上場予定だった物流・配送会社「Lalamove」も香港上場への変更を検討していると報じられた。今後、代替上場先として香港市場を検討する中国企業が増加すると見込まれ、香港株式市場はさらなる活発化が期待されている。

滴滴事件より引き起こされた株価暴落の影響を受け、傘下ファンドが滴滴に出資している日本企業が多額の損失を抱えたと報道されている。中国企業と連携する日系企業にとって、今後さまざまな形で企業活動に対する締め付けが行われる可能性は否定できないが、過度なリスク対策を取る前に客観的に全体像を見極めることが重要であろう。胡春華副総理が直近の公開講話で「外資企業が安心して発展できるビジネス環境を提供していく」と発言したことからも伺えるように、外国投資家との信頼関係構築は中国にとって重要な課題だ。そのため、中国概念株への投資意欲に決定的な打撃を与えるような制度変更などは考えにくいと言える。

当室では規制動向や中国企業の今後の海外上場動向を引き続き注視したい。

以上

- These materials have been prepared by MUFG Bank, Ltd. (“the Bank”) for information only. The Bank does not make any representation or warranty as to the accuracy, completeness or correctness of the information contained in this material.
- Neither the information nor the opinion expressed herein constitute or are to be construed as an offer, solicitation, advice or recommendation to buy or sell deposits, securities, futures, options or any other financial or investment products. The Bank [MUFG Bank] is a licensed bank regulated by the Hong Kong Monetary Authority and registered with the Securities and Futures Commission to carry out Type 1 and Type 4 regulated activities in Hong Kong.
- All views herein (including any statements and forecasts) are subject to change without notice, its accuracy is not guaranteed; it may be incomplete or condensed and it may not contain all material information concerning the parties referred to in this material. None of the Bank, its head office, branches, subsidiaries and affiliates is under any obligation to update these materials.
- The information contained herein has been obtained from sources the Bank believed to be reliable but the Bank does not make any representation or warranty nor accept any responsibility or liability as to its accuracy, timeliness, suitability, completeness or correctness. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, ratings or risk assessments described in this material is not to be relied upon as a representation and / or warranty by the Bank. The Bank, its head office, branches, subsidiaries and affiliates and the information providers accept no liability whatsoever for any direct or indirect loss or damage of any kind arising out of the use of all or any part of these materials.
- Historical performance does not guarantee future performance. Any forecast of performance is not necessarily indicative of future or likely performance of any product mentioned in this material.
- The Bank retains copyright to this material and no part of this material may be reproduced or re-distributed without the written permission of the Bank and the Bank, its head office, branches, subsidiaries or affiliates accepts no liability whatsoever to any third parties resulting from such distribution or re-distribution.
- The recipient should obtain separate independent professional, legal, financial, tax, investment or other advice, as appropriate.

Copyright 2021 MUFG Bank, Ltd. All rights reserved.