

# 中国概念股の危機で見えてきた諸問題

## 上場手法としての反向收購 reverse merger (RTO)

福 光 寛

### 目次

はじめに 中国概念股の危機とは何か

#### 1. 反向收購 reverse merger (RTO) について

1-1. ブランクチェックカンパニー, SPAC, PIPE と RTO との関係

1-2. RTO と IPO 上場方式としての比較

1-3. 支配の転倒はなぜ起きるのか

1-4. 反向收購の分類と事例

#### 2. 中国概念股が社会問題化した背景

2-1. アメリカ資本市場での中国企業上場の急増

2-2. PCAOB の調査報告 (2011年3月14日)

2-3. 2010年6月から2011年6月に及んだ Muddy Water と  
Citron Research による摘発合戦

#### 3. 米規制当局 SEC の中国概念股問題への対応

3-1. 監査会社に対する業務停止命令 (2010年12月20日)

3-2. 下院政府改革監視委員会宛て書簡の提出 (2011年4月27日)

3-3. 投資家向け情報の発信 (2011年6月9日)

3-4. 新たな取引所規則の承認 (2011年11月9日)

補論 2011年11月に SEC が承認した熟成期間規制をめぐって

### 参考文献

検索用語 [ 中国概念股 反向收購 リバースマージャー reverse merger  
RTO IPO SPAC PIPE ]

## はじめに 中国概念股の危機とは何か

中国概念股、あるいは中概股 zhong1gai4gu3 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 gu3piao4（株券）のことである。こうした株券の呼称としては、紅籌股 hong2chou2gu3 (red chips)（中国国外つまり香港で登録され香港市場で上場されているが、主要業務は中国国内にある企業の株式）があるが、この紅籌股 (red chips) という私たちにもなじみのある言い方を避けて「中概股」が近年使われるのは、おそらく、舞台が香港からアメリカに移ったことを反映しており、紅という共産党や中国国家を連想させる字を避ける意味もあるだろう。なお中概股には龍（竜）という字を使って龍籌股という言い方もある。

その中概股が危機だという意味は、中国企業のアメリカ市場（ニューヨーク証券取引所とナスダック市場などの主要市場：主板市場 zhu3ban1shi4chang2）への上場が2006年から2010年にかけてブーム化したのだが、2010年夏、その中国上場企業に対する米国会計監査人の怠慢を指摘する監督機関の動きや財務上の問題点を指摘するレポートが現れたことなどを契機に、中概股の信用が次第に低下。ついには2011年春、取引停止や上場廃止に追い込まれる中概股が多数に上った事態（表1）を指している。

問題の背景に何があったのか。多数の報道やレポートが一樣に注目したのは、中概股による財務造假 cai2wu4zao4jia3（財務諸表の偽造）である。しかし財務諸表偽造の真偽は不明のまま、監査人の辞任などにより適時情報開示ができなくなって、取引停止や上場廃止に追い込まれる中国企業も少なくなかった。

財務諸表偽造と監査人辞任問題とを合わせていえば、中国企業の財務情報の質への信頼の低下が共通の問題であった。誠心危機 cheng1xin4wei1ji1（金・牛（2011））あるいは信任危機（种（2011））とも騒がれた（誠心と信任はいずれも信頼と同義）。

中国概念股の危機で見えてきた諸問題

表 1 2011年3月から5月に襲撃(猎杀)された中国概念股一覧

売買停止日	記号	取引所	中国語社名	会社所在地
3月2日	CTEK*	NASDAQ	新兴佳集团	铁岭
3月9日	XSELD	NASDAQ	新华悦动传媒	北京
3月11日	CCME	NASDAQ	中国高速频道	福建福州
3月14日	CAGC	NASDAQ	艾瑞泰克	北京
3月15日**	SDTH	NASDAQ	盛大科技	山东
3月21日	CDM	AMEX	盛世巨龙	北京
3月21日	HELI*	OTCBB	合力展创电子科技有限公司	北京
3月24日	CIL	AMEX	中国智能照明	广东惠州
3月24日	NIV	AMEX	纳迪仕智能媒体	广东惠州
3月29日	FUQI*	NASDAQ	福麒国际	深圳
3月31日	CELM	NASDAQ	岳鹏成电机	深圳
4月1日**	KEYP	NASDAQ	科元塑胶	浙江宁波
4月1日	CHJI*	OTCBB	长江矿业新能源股份有限公司	西安
4月1日	HQS*	AMEX	海南魁北克海洋渔业	海南
4月4日	DYNP	NYSE	多元印刷	北京
4月7日	SBAY	NASDAQ	数百亿	广州
4月11日	PUDA	AMEX	普大煤业	山西太原
4月12日	UTA	AMEX	旅程天下	深圳
4月18日	CRTP	NASDAQ	瑞达电源	深圳
4月20日	DGW	NYSE	多元环球	北京
4月20日	CBEH	NASDAQ	西安宝润	陕西西安
5月6日	WATG	NASDAQ	万拔汽车	辽宁锦州
5月17日	LFT	NYSE	东南融通	北京
5月31日	JGBO*	NASDAQ	江波制药	山东莱阳

出所：刘建华(2012)3(表1-1)の18社に叶-王編著(2011)21-46(表2.1)から6社(社名に\*印)を加えた。この2つの資料で売買停止日がずれているものには日付けに\*\*印をつけた。本表では、短期間に多数の売買停止措置が行われたことと、その対象企業の多くが地方都市に本社がある点を確認されたい。

そもそも一般論として、海外企業が米国に上場してくる場合、その活動拠点が米国にはないといった企業は、企業の実態がわからない(わかりにくい)ので実はそもそも(米国で上場させること自体が)好ましくないという問題が背景にあると思われる。ところがこちらの問題は米国では、少なくとも表立った議論には出てこない。

逆に、活動は中国本土が中心で米国には縁がない中国企業が、米国資本市場を目指した背景には、中国資本市場が使いにくいという問題があった

と推測される。これらの企業の多くは中国では上場しておらず、上場する場所として、直接、米国市場を目指している。

『21世紀経済報道』の衣鵬記者はつぎのように、これらの企業にとって、中国で資金調達に困難があった一方、アメリカの市場は透明で入りやすかったと報道している。

「中国概念股の大部分は工業とサービス業の領域にあり、同じように国内銀行融資が困難で、現金回籠暖慢の問題（現金の回収が緩慢という意味）がある。中国株式市場の発審制度（発行審査）制度は、多くの企業を後ずさりさせた。米国の上場プロセスは多くの点で透明（明晰 ming2xi1）だ。交易所の固い基準に従い、仲介機構が加わる意思があり、SECの規定による必要情報が提供されるなら、米国では上場のプロセスに入ることができる。」（衣鵬（2011）5月21日）

この記事から1週間後、同紙はつぎのように伝えた。「数年前、民営企業の国内上場はとてむつかしく、銀行借入れもまた容易でなかったので、資金を集めるため」中国企業は「一緒にかたまって海外上場にむかった。」（匿名（2011a）5月28日）

しかし、2011年5月に Reuter で、「中国の企業が」はるばる「地球の半分を」わたって「資本を求めて出かけるのはナンセンスだ」と北京大学の Paul Gillis が、述べているのもっともだ（Vlastelica and Bases（2011）3）。この視点を貫くと、中国の取引所の上場規制を緩和することが、検討されてよいだろう。

では中国ですらなお上場していない、海外から見れば財務情報の不確かな中国企業が容易にアメリカ市場で上場できた理由は何か。

実は、多くの中国企業が既存の上場企業（事業の実態がない会社、すなわち小さい会社＝貝殻会社 shell）を買収して（必要に応じて社名の変更を行い）、間接的に上場の目的を遂げている。この買収を、英語では reverse merger

## 中国概念股の危機で見えてきた諸問題

あるいは reverse takeover: RTO といい、中国語では 买壳上市 mai3ke2 shang4shi4 (上場会社の殻を買って上場するという意味) とか、反向收购 fan3 xiang4shou1gou4 (逆転した買収 非公開会社が公開会社を買収することを指している) と呼んでいる。「reverse mergers は公開される立場を獲得するためのかねて確立されていた方法だ。それはおおよそ活発とは言えない SEC の登録会社 [ の株式 ] の大部分を非公開会社が購入したときに生じる。そうすることで非公開会社は、実質的には貝殻 [ 会社 ] の公開取引されている立場を購入している。」(Ernst & Young (2011) 1) (同様の指摘は多い。たとえば Schiffin (2011) 23)

『南方周末』の馮禹丁記者はこう述べている。「中国人にはなぜかくも多くの財務偽造企業が米国で上場できたのか、理解しがたい。実は中国企業は米国での上場に RTO 方式で赴いた。これは中国国内での上場に比して多くの点で容易だ。だから「上場」の中国語そして英語の含意は同じではない。」(2011年5月27日)

ところで日本では RTO を裏口上場と表現することがある。裏口上場というそれ自体が不正である印象を与えるが、裏口であれ上場できるのは、上場ルートとして存在しているからで、RTO という上場手法は、違法ではない。とはいえ今回、アメリカで見えてきた問題は、この RTO という手法で上場を果たした場合、事後的にトラブルになりやすいということである。というのは、この手法の場合は、IPO (Initial Public Offering) を使う通常の上場方法に比べて上場時の社外からのチェックが十全ではないからである。

世界 4 大会計事務所の一つである Ernst & Young のレポートは、2011 年 6 月につぎのように指摘している。

「reverse merger 戦略の利点は、海外会社にとって合衆国資本市場への大幅に短縮された時間、つまり伝統的な IPO の過程をかなり省略できること(streamlining) にある。伝統的な IPO とは異なり、reverse merger では、

due diligence（厳正な手続き）を行う引受人が存在しない。この戦略はまた、reverse merger を中国の投資先会社から大きな価値を実現するための抜け道と認識する非公開株式投資家にも魅力的であった。かれら中国の投資先会社を合衆国市場に紹介することは中国市場の成長機会に浴する方法でもあった。」(Ernst & Young (2011) 1) しかし「抜け道にはいつものことだが、利益に潜在的欠陥が伴っている。reverse mergers に伴う弊害は、IPO に先立つ過程に特徴的な、加重された詮索や透明性から多くの企業が得るものが、この過程には伴っていないということである」「この上場前審査の欠如は、CRM (China Reverse Merger) 株が不正にさらされた主要原因であったように思われる。各種の報告によれば、少なくとも15のCRMが、この数年間にSECの問い合わせや調査を受けた。若干の最近の事例を上げるなら、環境技術、奢侈品、メディア、そして農業部門といったように（広がっており）、問題は中国の特定の部門あるいは地域に限られない。」(Ibid. 1) 「合衆国の株式アナリスト達は、CRMの不正として訴えられている市場資本価値の損失は340億ドルを超えるのではないかと推定している。」(Ibid. 2)

ところでErnst & Youngの表現では、米国で上場しているすべての中国企業に問題があるかにみえるが、中国の報道のニュアンスは違っている。

たとえば『第一财经日报』は、「近年海外上場中国企業には明らかな両極分化現象があった」とした（2011年5月27日）。また『新世紀』も両極分化を主張し、中小企業で株価が低いものがあり、これらは中国概念股の主流ではないが、reverse mergerに頼るものが多かったのはこうした企業だったと伝えた（2011年6月7日）。このように問題企業は一部であるのに、中国概念股全体が不当に攻撃を受けたという思いが、中国側の報道には見られる。それを象徴するのが多くの中国概念股が「猎杀lie4shal」=狙い撃ちされた、という表現である（匿名(2011b)『21世纪经济报道』2011年5月28日ほか）。

## 中国概念股の危機で見えてきた諸問題

このような認識は新聞だけでなく、アカデミズムにも見られる。たとえば『会計研究』2012年4月号に掲載された論文は、2011年末現在で米国の3大交易所に上場されている中国企業が255社に達していること。また2010年から2011年にかけて、その3大市場で取引停止あるいは上場廃止となった中国企業は46社。そのうち40社が会計規則違反(会計違規wei2gui1)だったとしたうえで、それが生じた理由を表2のように分類している。

帳簿の偽造のほか、小さな民間企業が多くて、米国の規則に不慣れであったことを主たる理由に挙げている。また、中国の企業経営に対する米国投資家の無理解も挙げている。中国企業の側だけに非があるわけではない、というニュアンスが読み取れると私は感じた(他方で提言としては、企業に対して自身の状況にあった上場の時期、方法、場所の選択。国内会計事務所に対しては体制を整えて会計監査を一層厳格に行うこと。そして国家に対しては海外に上場する企業への指導監督を強化することなどを求めており、最終的な判断は冷静である。なおこの論文の共著者の一人は財政部会計司所属である)。

なお『新世紀』は、反向收购をまず借壳上市をさらに「后门上市」=裏口上場と言い換え、この上場では業績の水増し(增长 zeng1zhang3)が起りやすかったとして、背看空麻袋装米(空の麻袋にいかにも米が入ってい

表2 会計規則違反の疑問が生じた理由

	社数	構成比率
米国 SEC の規則や要求に不慣れであったこと	19	48%
売り上げの水増しなど財務諸表の偽造	16	40%
米国の投資家の中国企業経営への無理解	7	18%
米国の会計規則に不慣れであったこと	4	10%
会計士自身の規則違反	1	3%

資料：杨敏 欧阳宗书 叶康涛 杜美杰 (2012) 5表1 項目の表現を一部改めた。合計社数は40社。一つの会社について複数の理由をカウントしたケースがあるため、表の合計社数は40社を超える。

るように装う) という諺を引用している(沈乎 王姗姗(2011)6月7日)。

問題を起こした企業は、中国を代表する大企業ではない、あるいは企業が悪いのではなく、企業を操ったファンドが悪いという言い方もある。

先に引用した『21世紀経済報道』の衣鵬記者は「二三流の都市の企業」に対して「私募基金」などが投資を行い、それを米国市場で利益を得て回収を図ったことが、ことらの背景にあると指摘した(2011年5月21日)。この衣鵬記者の指摘は、この問題の実態を突いているようにも思える。そして『21世紀経済報道』は1週間後の匿名記事で、米国への上場の時と同様に、米国の市場から撤退して中国国内で上場を目指す中国企業の影に「PE基金」(private equity funds)の存在を指摘している(匿名(2011a))。本当の黒幕は、中国企業を操っているのはファンドだという指摘で興味深い。

またRTOに対する米国側の処置も興味深い。これだけの大問題が起きたのだから、RTOを止めようという話は全くない。米証券取引委員会SECは、あとで見るように、2010年夏以降、監査人への監視を強める一方で、2011年秋に新たな規制を導入した。RTOの環境を見直してRTOについてはなお使ってゆこうというのが、関係者の判断であるようだ。

後述するようにRTOは上場手法として確立している。RTOは確かに問題もあるが上場手法としてIPOに比べて良い点もある(中国語でいう各有利弊 ge4you3li4bi3である。RTOとIPO各有利弊)。したがって止めてしまうという話はない。このようなRTOに関連する議論(なお議論は、米国にとどまらず、たとえばカナダやイギリスでも行われている)は、日本ではフォローされていないようだ。そこで小稿は、2010年夏から2011年夏にかけて米中の経済摩擦のもっともホットな話題でもあった「中国概念股」問題を紹介するとともに、この問題に深く関係している、上場方式としてのRTOの仕組みや規制、RTOとIPOとの比較問題などRTOに関連した議論を論じることにした。



## 1. 反向收購 reverse merger (RTO) について

### 1-1. ブランクチェックカンパニー, SPAC, PIPE と RTO との関係

Feldman (2007) によれば, reverse merger は 1970 年代から 1980 年代にかけて発見された。また 1990 年のペニーストック改革法 (ペニーストックは主として店頭市場で売買される単価の安い株のこと こうしたペニーストックを提供するブローカーなどに情報開示規則 419 の設定権限を SEC に与えるなど) そして SEC による 1992 年の規則 419 制定 (1933 年証券法) は reverse merger を規制ターゲットにしたもので, その終焉を意味するとも当初考えられたと指摘している (Feldman (2007) 37)。

従来わが国では, 価格の小さなペニーストックは, 発行量も少ないため, 容易に買い占めの対象になり, 市場における相場操縦の対象になりやすいことを挙げて問題点とした上で (たとえば 今川 (1998a) 38, 40, 42-45), 1990 年改革法の内容を, SEC に対して, 民事制裁金の設定権限, 違法行為の中止・停止命令権 (従来は連邦裁判所による差し止め命令となっていたものを SEC が自ら発動できるようにした) をあたえ, また常習的違法行為に対しては, 連邦裁判所が, 取締役の停職または解任といった制裁を科すことをできるようにしたと解説していた (今川 (1998b) 27~31)。

そしてペニーストックについての既存の日本語の文献には, 未上場企業を買収するブランクチェックカンパニー (blank check company 白地手形会社ペニーストックを発行) による被害への言及が全く見られない。

しかしペニーストックの舞台である OTCBB で 1980 年代に大きな問題になった詐欺的行為の一つは, ブランクチェックカンパニー (OTCBB 企業) に関するものであって, 買収にかかわる噂を流して株価を吊り上げ売り抜ける, あるいはこのカンパニーに不当に高い価格で未上場企業を売りつける, あるいは調達資金を流用するといった行為であった。それに対応して規則 419 が設定されたことを, 岩谷賢伸 (2008) は明らかにしたが,

ただ岩谷は、この点の理解が従来のペニーストック改革法をめぐる日本での議論の修正につながることは言及せず、またこのカンパニーやその新たな形である SPAC が reverse merger という上場手法と関連していることにも言及していない。

私たちは reverse merger とペニーストック改革法との関係を見落としていたのである。改革法の動機としての、ペニーストックの詐欺についての理解が不足していた。ペニーストックの舞台となった OTCBB については、1999年4月からは、従来の登録時の公募株式についての届け出に加えて（私募や100万ドル以下の少額公募の場合は情報開示義務なし）、財務諸表などの継続開示書類の SEC への提出が新たに義務付けられた（従来は名簿上の株式が300名を下回った場合に開示義務免除）。これらは投資家の OTCBB への信頼を損なわないための措置とされる（大崎(1998) 3~4, 大崎(2003) 3~4）。

Feldman (2007) によれば、1992年の規則419では reverse merger のために行われる IPO で集めたお金への規制（用途の限定や使用しない場合の返還など）、投資家の離脱の権利 (opt out) などが定められた。この規制は IPO 以前に500万ドル以上の資産を保有するか、あるいは IPO の引受で500万ドル以上の調達を目指す企業契約には適用されなかった。この除外規定は SPAC (special purpose acquisition company) として知られる存在の発達につながった（規則419を逃れるため4,000万ドルから1億ドル以上を調達する SPAC が発達したとされる）。また規則419で規制されていない貝殻会社の取得合併が、盛んに行われるようになったという (Feldman (2007) 37-38)。

岩谷 (2008) の関心はブランクチェックカンパニーの新たな形、SPAC にある。岩谷は以下のことを明らかにしている。IPO のあと、正味有形資産が500万ドルを超えるものは規則419の対象外であることを意識して、SPAC が大規模化したこと。反面、規則419を意識して投資家保護の仕組みを自主的にとりいれたこと。通常パートナーシップとして組成される

## 中国概念股の危機で見えてきた諸問題

PE ファンドとの違いは、株式会社として設立され IPO により資金を調達することなど。しかし SPAC が、ブランクチェックカンパニーと同様にリバースマージャーという上場手法（株式公開方法）であることに岩谷 (2008) が言及していないのは残念だ。

論点を明確にしよう。ブランクチェックカンパニーや SPAC はリバースマージャーを行うための仕組みだ。ここではまず上場企業（つまりこの場合はブランクチェックカンパニーあるいは SPAC）が非上場企業（通常 1 社）を買収している。買収が完了したあと、元のカンパニーや SPAC は清算されて、被買収企業の社名に変更される。このスキームを非上場企業から見れば、リバースマージャーである。

このリバースマージャーにおける証券詐欺が 1980 年代から 1990 年代とずっと問題だった。この理解が従来の日本の研究では欠落している。なお SPAC の上場を取引所が認めるかどうかの議論にこの上場手法という点がからんでいるはずだが、この点についても理解が抜けている（2005 年に AMEX その後 NYSE や NASDAQ が上場を容認）。（参照 保志 (2008)）……なお IPO を伴う SPAC は、その後の reverse merger につながるとすると、IPO の件数と reverse merger の件数は対比的にだけでなく、関連するものとしてもみる必要もある。

Feldman (2007) は reverse merger の件数を押し上げた、非公開会社から公開会社に転換する利益を高めた以下の要因を紹介した。すなわち、非公開株市場が発達したことや PIPE (private investments in public equities) 市場が成長したこと。PIPE 投資家が、以前より長期投資家に近くなったこと、さらに 2005 年 11 月から実施されている開示規制の強化により、reverse mergers に PIPE 投資家あるいは投資銀行の資金が入りやすい状況をつくったことなど (Feldman (2007) 34-35)。

最後に、最近の資料 (Asquith & Rock (2011) と LoSardo & Zhu (2012)) によれば、アメリカの IPO と reverse merger の推移 (1990-2011) は表 3 と表

表3 RTO (Reverse Mergers) と IPO の推移 1990-2008 (件数)

Year	Reverse Merger	ALL	Completed	IPOs (3)
		Public-Private (1)	Public-Private (2)	
1990	14	7	5	109
1991	47	30	20	236
1992	72	53	40	310
1993	87	62	47	446
1994	65	45	33	363
1995	62	45	38	432
1996	60	47	40	646
1997	70	46	41	440
1998	78	46	35	277
1999	66	46	37	436
2000	101	68	56	326
2001	96	79	70	66
2002	99	85	71	60
2003	71	53	50	63
2004	75	60	55	174
2005	78	67	65	155
2006	70	56	52	156
2007	86	61	55	137
2008	106	82	71	19
Total	1403	1038	881	4851

資料：Asquith and Rock (2011), p. 30 Table 1 の項目を一部加工した。この(1)(2)の public-private を次のように定義する。Reverse mergers between a public bidder and a private target に加えて reverse mergers between a public bidder and a subsidiary target を含む。なおこの表の原資料は SDC である。

4のとおりである。

この2つの表によれば1990 - 92年の「規制」のあと、reverse mergerは却って増えている。規則419は、市場を整備する効果があったのではないか。

また1990年代半ばには、reverse mergerの規模は、IPOと比較して件数で10分の1程度に過ぎなかったが、2001 - 2002年に、IPOが縮小するなか、reverse mergerは件数を減らさず、両者の関係は一時逆転する。そ

## 中国概念股の危機で見えてきた諸問題

表4 RTO (reverse mergers) と IPO の推移 2004-2011 (件数)

Year	Aggregate RTO	Aggregate IPO
2004 前半	26	65
2004 後半	14	137
2005 前半	20	89
2005 後半	24	105
2006 前半	20	83
2006 後半	21	93
2007 前半	27	111
2007 後半	20	91
2008 前半	33	24
2008 後半	23	7
2009 前半	29	20
2009 後半	36	43
2010 前半	23	61
2010 後半	30	66
2011 前半	25	68
2011 後半	20	49

資料：LoSardo and Zhu (2012), p. 51 (Appendix) の数値（四半期統計）を半期統計に改めた。原資料は SDC と Bloomberg であり表3より採録範囲が広い。またデータは complete したもので上場につながったものに絞られている。

の後も reverse merger は件数が安定しているのに IPO は変動が激しく、2008 - 2009 年前半にかけて、上場ルートとして reverse merger の方が IPO を再度上回っている。

上場ルートとして RTO 方式が IPO 方式と並立する構造になっていることが理解される。ただし RTO 方式は主として店頭市場 (OTCBB) で用いられ、IPO 方式は取引所市場 (NYSE や NASDAQ など) で用いられる。そして OTCBB 市場と取引所市場では、市場の性格に大きな違いがある (Appendix 1 および 2 を参照されたい)。

### 1 - 2 . RTO と IPO : 上場方式としての比較

冷静に両者を比較すると (表5), RTO の良い点は株式公開時に、資金

表5 上場（公開）方式としてのRTOとIPOの比較

	RTO	IPO
上場の時期と上場に到る時間	企業の都合で時期を選べる（機動性に高い評価） 公開までの時間短い	時期は市場環境、証券会社の事情に左右される 上場まで一定の時間が必要
費用	引受証券は不要で IPO より格段に安い 初期費用安い	目論見書の提出など手続き費用。引受主幹事の費用。説明会の費用などなど。
報告義務	SEC へ 8-K での報告義務	SEC への S-1 での報告義務
取引への規制者の干渉	規制者による取引への監督・承認手続きが実質的に不要	規制者による取引への監督・承認手続きに従って行われる
成功率	高い	失敗することがある
上場と資金調達	上場により PIPE 投資の対象となるなど資金調達のルートは開ける	同時にできる（そのため株式の希薄化が生じやすい）
上場資格要件はどうか関係するか	上位市場の資格要件は今後の目標になる	IPO により資格要件達成を目指している
適する企業の属性	小規模企業が多い	伝統的大企業あるいは急成長企業 IT 企業など
有力証券会社の支援	とくに期待できない	期待できることがある

上場後、株式を買収通貨に使えたり、株式による資金調達が容易になったり、株式売却という出口を利用できたりといった側面は両者に共通。8-K というのはいわゆる適時開示であって、報告すべき事項が発生した日から4営業日以内の報告が必要。8-K などの具体的書式に関心のある人は marketbrief.com というインターネットサイトに入ると直近のものを手軽に参照できる。

調達が行われないので、そこでの売り出し価格の決定問題や、株式の希薄化といった問題を回避できることだ。これに対して悪い点は、reverse merger により上場企業の実態が、作り変えられてしまうのだが、上場審査の場合のようにはその変化の是非を誰も判断しないという点だろう。企業の経営陣が入れ換わり、ということがあったとしても、上場廃止基準に抵触しない限り、それだけで上場廃止になるわけではない。

米国の場合、上場資格基準がない OTCBB (Over the Counter Bulletin Board) と呼ばれる店頭市場がある。ここにはブローカー3人が取引の意思があれば、上場の申請を出せる。ここで株式を公開することも上場（公開）

なのだ。ただしこのような市場であっても現在は SEC に対して 4 半期報告書 (10-Q) と年次報告書 (10-K) の提出は必要 (規制の現状は後述)。

reverse merger は規制のゆるいこの市場の企業をターゲットにすることが多い。とはいえ、四半期報告書などの提出が必要で、当然、監査人が監査する。問題企業が仮に入り込んで、この監査の仕組みで排除されるはずだった。そして一般的には OTCBB で公開を果たしたあと、資格要件を整えて NASDAQ や NYSE などのメインの市場に移るのだが、そこはさらに厳しい監査の目があるはずだった。ところが、今回、明らかになったことの一つは、監査人制度の機能不全である。

上場方式として IPO はどのような欠点があるだろうか。IPO では、通常、大量の売り出しを伴う。そのため、その売り出し価格の決定に危うさがある。財務情報から理論的に推定される理論価格と、市場の需給から導かれる実勢価格とは、乖離しがち。また売り出しにより株式価値のダイリユーション (希薄化) も起こりやすい。ただし、衆人環視のもとでプロセスは進行するので、透明性はかなり確保されている。

これに対して RTO は、ちょうど真逆の関係にある。大量の売り出しとはセットでないので、ダイリユーションは生じにくい。価格を新たに決定するという問題も回避できる。これらは実は無視できない利点である。問題は肝心の買収プロセスは事後的に分かるものの透明性が低いこと。しかも関与している企業が、海外の非上場企業ということになると、投資家はその実態把握に苦労して、実態を知ることなく売買することになる。

なお RTO 方式については、公開と同時に資金調達できないことが、RTO の問題点に数えられる。Sjostrom (2008) 749 も、まず reverse merger は資本調達取引ではないとする。しかしそうした言い方は誤解を生むように思える。たとえば LaRocco (2007) 37 は、公開会社になるのは資本調達のためだと言いきっているし、Sjostrom (2008) 752 も、PIPE (private investments in public equities) の資金調達に道を開くので reverse merger が追及さ

れるのだとしている)。

RTOで株式公開を果たす時点では確かに資金調達はないが、株式公開することで株式投資はしやすくなるので(投資された資金は回収しやすくなるので)、調達はしやすくなるとはいえる。株式公開の前後で、投資家と接触して私募で資金調達が行われる可能性がある(また後述するAPO型あるいは融資型と呼ばれるものは、資金調達を明らかにともなっている)。

つまりRTOが資金調達と無関係だという、よく見る言い方は少し言いすぎている。それにreverse mergerで公開会社をつくったあとは、「しばしばPIPEを通じて株式equityを発行することができる。このようなPIPE取引では、reverse mergerに先立っての事前価格交渉において、ヘッジファンド、private equity firms (PF firms) やそのほかの大投資家と交渉が行われる」(Hastings (2011) 1: Paul Hastingsは国際的法律事務所の一つ)。

### 1-3. 支配の転倒はなぜ起きるのか。

ところでRTOでは、一般に考えられるように公開会社が非公開会社を支配するのではなく、非公開会社が貝殻である公開会社の統制を確保する、つまり支配する(NERA (2012))。reverse mergerのreverseの意味は、おそらくこうした転倒構造を指している。

実は大きさでもRTOの場合、公開会社が小さくて、非公開会社の方が大きい。また非公開会社はビジネスの実体がある。そもそも最初から、公開会社は、ビジネスの実体を失った(空っぽの殻だけのもの)ものが、非公開会社により選ばれている。限りなくその価値は低いかもしれない。このスキームの目的は、非公開会社が、公開会社を支配することで、上場を実質的に果たすことにある。とはいえ、支配の転倒がなぜ生じるか、なおわかりにくいかもしれない。

公開会社は(発行済み株式を株式統合で圧縮する一方で)、新株を大量に発行して、非公開会社を株式交換方式で「買収」する。非公開会社の株主は



## 中国概念股の危機で見えてきた諸問題

圧倒的に有利な交換比率で公開会社の発行された新株式を取得することで、公開会社の統制権を確保する。かくして両者の支配：被支配の関係が、非公開会社が公開会社を支配する形に転倒するのである。

reverse merger における株式交換による支配構造の転倒は、LaRocco (2007) が懇切に述べている。日本式の言い方と言うなら、公開会社の側が第三者割当方式で株式を大量に新たに発行して圧倒的に不利な比率で株式交換の形で払込を受けるのである。

なお Sjostrom (2008) 746 は、reverse merger は典型的には三角構造になっているとする。貝殻会社が合併のための子会社を設立。この合併用子会社が非公開会社と合併。会社がかつての親の貝殻会社を株式交換方式で買収、支配するという。しかし費用節約のため、貝殻会社を非公開会社と直接合併させることもあると続けている。

ところでなぜ公開会社の株主が、交換比率に不満を表明できないかというと、ビジネスが休眠状態にある公開会社が選ばれているため、その株式価値は客観的に見ても低いからだ（会社の規模にしても非公開会社ははるかに大きいし、業務実態もある）。そのため実態のある会社と比較されると、交換比率は実態のある会社が非公開であれ格段に有利になる。かくして公開会社の統制権を確保した非公開会社の株主は、仕上げとして、社名の変更などを行い、公開会社を乗っ取るのである。

### 1 - 4 . 反向收購の分類と事例

#### 1 - 4 - 1 分類

以下では叶 - 王 (2011) 79-82 の説明を借りて、反向收购 fan4xiang4shou 1gou4 (逆向きの買収) の分類を紹介する。

通常の反向收购 (別名: 买壳上市 mai3ke2shang4shi4 (殻を買って上場する)) は、非上場会社が上場会社と条件を約定して行うもので、通常は買収の代価はきわめて安く、非公開会社の株主が公開会社の 7 割から 9 割の統制権

を獲得する。非上場会社の資産が、株式交換、買い取り、置き換えなどさまざまな方法で公開会社に注入され、結果として非公開会社は公開会社の子会社となる。

統計によれば2000年以降、調達額2,500万ドル未満のIPOはほとんど見られなくなるなかで、小規模IPOの不足を補完する、融資型反向收购(Alternative Public Offering)が見られるようになった(なお中国語で融資は、貸付に限らず資金調達を幅広く指している)。これは反向收购と平行して、私募で資金調達を行うもの。APO型とも呼ばれる。

そして最後にすでに述べたSPACを用いた反向收购がある。SPAC型とも呼ばれる。これはSPACというスキームでまず投資家のお金を集める上場会社を設立。上場会社の方が主体になって、非上場会社を買収。その後(あるいは同時に)、主客を転倒させるもの。したがって自己造壳 zi4ji3zao4ke2(自分で殻を作る)ともいい、一般の反向收购が、买壳上市(殻を買って上場する)あるいは借壳上市 jie4ke2shang4shi4であるのと区別している。

#### 1-4-2 反向收购の事例

叶・王(2011)85-89は、反向收购の例として、2007年10月にreverse mergerによりOTCBBで株式公開。2009年7月にはNASDAQに上場した绿诺科技のAPO型の事例を紹介している。これは資料としては詳しくて参考になる。読み取った内容を再構成して、2007年10月のreverse mergerの実際をみてみよう。

まず、アメリカでの株式公開を考えたのは大连绿诺环境工程有限公司[大连绿诺]である。同社は2003年3月5日に資本として人民币700万元を登録。2006年4月18日には増資して資本は3,050万元であった。創業者父子が全株を保有する民間企業である。

同社の意向を受けて、まずZhang Zeなる人物が2006年11月17日に

## 中国概念股の危機で見えてきた諸問題

イギリス領ケイマンに Innomind と呼ばれる会社を全額出資で設立 [ この資本金の出所が明示されていないが Zhang Ze は代理人で創業者父子を本当の出資者とみるのが自然 ] そして 2007 年 7 月 3 日には、Innomind は中国大連に外資独資つまり外資 100% 出資会社「大連创想」を設立している。

米国でターゲット、shell に選ばれたのは Jade Mountain Corporation という OTCBB 会社。同社の前身は 1984 年米国ミネソタ州設立の Applied Biometrics である。同社は 2000 年 8 月に主力商品の研究開発の困難から運営の停止を選択。2002 年 5 月 14 日には SEC 対して Form-15 を提出してその後の財務報告の提出を停止。2005 年 8 月 4 日には特別株主総会において清算及び解散を宣言している。[ しかし Ze の指導があったのか ] 2006 年 10 月 18 日、同社は登録地をミネソタ州からネバダ州に変更するとともに改称を決定。2007 年 1 月に到り、同社のネバダ州内の全額出資子会社 Jade Mountain Corporation を合併、正式に Jade Mountain Corporation と改称。

そして 2007 年 10 月、アメリカの Jade Mountain Corporation (JMC) と Innomind そして Zhang Ze との間で、株式交換方式での買収協議がまとまる。Jade は 1 株 0.001 米ドルで 1,789 万 9,643 株を発行 (JMC の株式の 71.6% に相当)。これと Innomind の全株式が交換され、Zhang Ze は JMC を支配することになった。[ ここが反向收购である。残りの 28.4% のほとんどは、同時に実施された私募に応じた投資家の方であり、この点は後述する ] そのあと、Zhang Ze は JMC の株式を、ケイマンに設立され、大連绿诺の創業者父子を受益人とする Innomind Trust に移す。ここで創業者父子は JMC の 71.6% を支配する状態になる。

創業者父子は、自身が支配する投資会社 (ケイマン籍) とまさに交換する形で上場会社 (米国籍) の支配権を取得している。

そしてこの次に、大連创想と大連绿诺とが、組織替えの協議をまとめる。

大连创想が大连绿诺の全資産を購入。大连创想が大连绿诺の日常の経営管理を行うというもの。付随する協議のなかで、人員、商標などもすべて大连绿诺から大连创想に無償での提供が約束される。また大连绿诺の全株式が協議内容履行の担保として、大连创想に差し出される。創業者父子は、大连绿诺の資産売却で初期投資を回収かつ創業者利潤（後述のようにドルで）を獲得。しかし管理運営権は確保している。。

ではこのとき購入資金は誰が出したのか。実は Zhang Ze との買収協議がまとまった日に払い込む形で、JMC は私募で 558 万株を発行することを 24 人の投資家と約定。実際に約 2,500 万米ドル弱を集めている。この 2,500 万ドルが大连绿诺に流れたと考えられる。つまり JMC は Zhang Ze [大连绿诺] に身売りすると同時に、資金調達役もしている。24 人の投資家には 558 万株を約 2,500 万ドルで売る話をまとめ、他方で Zhang Ze とは約 1,790 万株を 1 万 8,000 ドル(1 株 0.001 ドル)で売る話が並行。創業者父子がこの 1,790 万株で 71.6% を支配するのは、さきほどの私募発行もカウントしたあとの数値。

つまり、大量に新株が割り当て発行されること、さまざまなスキームが微妙な時間差を置いて進められること。実際には資金調達も行う reverse merger であったことなどが分かる。上場とか公開というとそのあと頻繁に売買されること自体に意味があるように思えるが、ポイントは株式を公開して投資家に接触。彼らから資金調達を可能にすることであるということが、このスキームの検討から浮かび上がる。

## 2. 中国概念股が社会問題化した背景

### 2-1. アメリカ資本市場での中国企業上場の急増

今回の中国概念股問題の火付け役として、まずは中国企業自身の活発なアメリカ資本市場への進出を指摘すべきだろう。表はこの進出を反向收購と IPO とに区分して件数の推移をみている。さきほどの米国全体の数字

## 中国概念股の危機で見てきた諸問題

表 6 中国企業の上場数量の推移 2007-2011 . 前半

	反向收购	IPO	IPO NYSE	IPO NASDAQ
2006		9	3	6
2007	69	31	18	11
2008	66	6	3	1
2009	46	10	5	5
2010	78	35	22	12
2011 前半	31	7	7	3

資料出所：叶有明王利編著 (2011) 6表 1.1 原資料は Dealflow ほかとのこと。

と比較すると、一貫して反向收购 (reverse merger) が IPO を上回るのは中国企業上場の一つの特徴であると考えられる。米国全体の数値との対応には、疑問は残るが、米国の reverse merger のかなりの部分が China reverse merger であることはいえそうだ。

表 6 によると、2007 年以降の反向收购の件数は、2009 年に減少をきたした以外は一貫して高い。他方 IPO の件数は 2008 年から 2009 年にかけて 2007 年に比べて大きく減少する。市場の状態に左右されやすい IPO の特性と、中国企業が 2007 年以降、アメリカ資本市場へのアクセスを強めていたことが読み取れる。

そしてその主たるルートは IPO ではなく、反向收购だった。

### 2-2. PCAOB の調査報告 (2011 年 3 月 14 日)

2011 年 3 月 14 日に発表された PCAOB の調査 (PCAOB (2011)) によれば、2007 年 1 月から 2010 年 3 月末までに、報告された reverse merger 取引は 603 件、そのうち中国企業によるものが 159 件で全体に占める比率は 26% だった。他方で、同期間の IPO は 433 件で、そのうち中国企業によるものが 56 件、13% であった。この 2 つの数値から言えることは、同期間の中国企業の上場手法が、裏口上場とも揶揄される reverse merger に

偏っていたことである（表7）。

この2つの上場方法に属する中国企業の属性を調べるために、2010年3月末現在の時価総額で比較すると、reverse mergerの159社の時価総額合計は128億4,300万ドル、平均8,077万ドル。他方、IPOの56社の時価総額合計は272億2,100万ドル、平均4億8,608万ドル。金額分布の顕著な特徴は、時価総額7億ドル以上の大会社がIPOでは14社、社数比で25%あるのに、reverse mergerでは1社も見当たらないことだ。大会社はIPOに偏っている。逆にreverse mergerは、小規模企業の上場手法と

表7 Reverse Mergers と IPO の推移 2007-2010Q1

	Total Reverse Mergers	Chinese Reverse Mergers	Total IPOs	Chinese IPOs
2007	234	50	270	31
2008	182	55	60	6
2009	141	42	70	14
2010Q1	46	12	33	5
Total	603	159	433	56

資料：PCAOB (2011) 3 (Table 1) 4 (Table 2) 原資料は様式 8-K 提出資料と S&P のデータベースである Compustat

表8 中国系の Reverse Merger 企業および IPO 企業の時価総額（2010年3月末）

Million Dollars	Chinese Reverse Merger		Chinese IPOs	
More 700	0	0%	14	25%
75-700	53	33%	35	62%
10-75	54	34%	7	13%
1-10	28	18%	0	0
NA	24	15%	-	-
Total	159		56	

資料：PCAOB (2011) 4 (Table 3) 5 (Table 4) 2010年3月末現在 また CRM 企業は2010年3月末でNASDAQに34企業、NYSE Euronextに15企業、OTC Bulletin Boardに101企業。

## 中国概念股の危機で見えてきた諸問題

して活用されてきたと言えよう（表 8）。

PCAOB は、この 159 社の監査をしている監査会社にも注目している。監査会社のデータが取れたものが 157 件。その国籍は米国が 116 件、74%。中国が 38 件、24%、カナダが 3 件、2% である。この 157 件の監査会社の PCAOB による検査頻度は、3 年に 1 回頻度のものが 147 件、94% と大多数を占め、年次検査を受けているものは、10 件、6% に過ぎなかった（Table 7）。PCAOB は、この中国企業による reverse merger の監査が、一部の監査会社に集中していることにも注目している（Table 8）。該当期間に問題の監査を 3 件以上行った監査会社は 24 社、その扱い件数は計 110 社（157 社中の 70%）。5 件以上では 10 社、その扱い件数は 62 社（39%）であった。

この報告書のなかで PCAOB は監査会社の検査を通じて発見された、米国側の監査会社の職員が監査を通じて自身は中国では監査をしないと、中国で行われた監査記録が実質的にすべて中国にあるといった事例について、監査手続の正しい適用ではないとしている。

### 2 - 3 . 2010 年 6 月から 2011 年 6 月に及ぶ Muddy Water と Citron Research による摘発合戦

中国企業の問題を指摘したのは監査人ではなく、民間の調査会社、Muddy Water Research と Citron Research、とくに Citron だ。ただ問題の指摘をした貢献を単純に受け取れないのは、これらのリサーチ会社の創業者（前者は Andrew Left。後者は Carson Block。）は、問題の中国企業の空売りをしていたとされるからである（問題点を示すレポートを出して空売りをする。こうした手法に釈然としないものは残る）。職業的空売り集団にしてやられたという印象を中国側がもつとして間違っていない側面がある（Vlastelica and Bases (2011) 2）。

袁敏 (2012) は、Muddy Water の手口についての詳細な報告である。そ

の中で大変興味深いのは、報告書が完成したあと、SEC など監督機関と連絡を取り合うとしていること、また主要株主やファンドと連絡をとって、空売りの意図を明らかにして、報告刊行後の支持を求めるとしている点だ。この記述の信憑性は明らかでないが、当該企業以外は監督機関も株主もすべて味方につけた上で、空売りに向けたレポートが公表されるとすれば、準備は周到で、当該企業は孤立した状態にすでに追い込まれている。

陳 - 刘 (2012) によると、香櫞 Citron については2006年から動きがある。香櫞 Citron が空売りした中国概念股は、2006年に2社、2007年に4社、2008年に1社、2009年に2社、2010年に3社、2011年に6社で計18社とのこと。他方、2010年に香港で設立された浑水 Muddy Water が空売りしたのは2010年以降であって、5社（2010年が2社 2011年が3社）。そして両者の空売り対象の重複は、2011年1月の中国高速传媒 China Media Express のケース1件のみである。

表9では2010年6月から2011年6月までの、両社の中国概念股摘発のありさまを表にした。確かに2006年から中国概念股の空売りがあったにせよ、それが社会の注目を集めるのはこの2010年夏頃からではないか。というのが私の推測である。

具体的に見ないと意味がないので、3つの事例を取り上げる(参照 表9)。

最初のケースは、RINO International Corporation (RINO) 绿诺科技である。大連の会社で、業務内容は、排水や排煙の処理装置の開発製造販売とある。2007年10月に反向收購を使ってOTCBBに登録。ナスダックへの上場は2009年7月である。しかし2010年11月10日 Muddy Water は、顧客のほとんどは存在せず、帳簿には明らかな不正の証拠があるとするレポートを発表した。その heading は「2009年に1億9,300万ドルの収入があったとしているが、実際の収入は1,500万ドル以下だ。経営陣は数100万ドルを私的に流用している」と指弾する激しいものだった (Muddy (2010))。ところが果たして1週間たたずに会計上の不正をRINOの監査



中国概念股の危機で見えてきた諸問題

表9 Muddy と Citron の摘発競争 2010年6月から2011年6月まで

レポート公表日	調査会社名	対象社名	中概股名	市場
2010年6月28日	MuddyWater	Orient Paper	东方纸业	AMEX: ONP
2010年8月30日	Citron	China Biotics	中国生物	NASDAQ: CHBT
2010年11月10日	MuddyWater	RINO Inter.	绿诺科技	NASDAQ: RINO
2011年1月13日	Citron	China Value Technology	中国阀门	NASDAQ: CVVT
2011年1月30日	Citron	China Media Express	中国高速传媒	NASDAQ: CCME
2011年3月2日	MuddyWater	同上	同上	同上
2011年4月4日	MuddyWater	Duoyuan Global Water	多元环球水务	NYSE: DGW
2011年4月26日	Citron	Longtop Financial Tech.	东南融通	NYSE: LFT
2011年5月3日	Citron	Sky Mobi Ltd.	斯凯网络	NASDAQ: MOBI
2011年6月2日	MuddyWater	Sino Forest Corp.	喜汉林业	TSX: TRE, TO
2011年6月7日	Citron	Harbin Electronic	哈尔滨电气	NASDAQ: HRBN

注) 両社のホームページを検討して作成した。公表日は確認できた最初のレポートの日付けとした。表中の TSX はトロント証券取引所のこと。問題はカナダのトロント市場にも波及したことが分かる。

人が認める事態になり、2010年12月3日にはRINOはナスダックを上場廃止となっている (Vlastelica and Bases (2011) 3) (叶有明 王钊 (2011) 3-4, 46) (刘建华 (2012) 42-48)。

2番目のケースはChina MediaExpress 中国高速传媒(频道)。これは福建福州の会社。業務内容はバスに積載された電子媒体での広告である。媒体の範囲は全国に及ぶとのこと。2009年10月にSPAC方式でOTCBBに登録。このSPACというのは、投資会社のようなものが設立されて、問題の貝殻会社を買収するもの。2010年6月にNASDAQに移った。同社に対しては2011年1月30日にCitronが好業績は信じがたいとするレポートを公表。続いてMuddyが2月2日と3月2日に連続で、営業人員とか営業バスの数量を過大に見せていたとするレポートを公表。3月11

日にナスダックは同社を取引停止処分にした(Vlastelica and Bases (2011) 2) (叶有明 王钊(2011) 44)(刘建华(2012) 48-53)。

3番目のケースは Longtop Financial Technologies 东南融通。これは北京を本店とする金融 IT ソフト会社。2007年10月24日に IPO 方式でニューヨーク証券取引所に上場(主幹事は Goldman Sachs に Deutsche Bank)。つまり reverse merger とも無縁の「優良会社」のはずだった。ところが2011年4月26日 Citron Research がレポートを同社について公表する。論点の最初は、同業他社に比べて極端に高い利益率を信じがたいとする。つぎに同社の営業人員の8割が直接雇用されていないことを突き、さらにマネジメント層の背景分析に進んでいる(Citron (2011))。この程度で打撃になるのかと思える内容だが、东南融通は追い詰められてゆく。5月19日には財務の責任者 CFO が辞職。5月23日には SEC が正式に調査を始める。6月に入ると集団訴訟が相次いで起こり、7月23日に至ってニューヨーク証券取引所は东南融通の上場廃止を決定している(叶有明 王钊(2011) 1-3, 24)(刘建华(2012) 63-67)。

陈 - 刘(2012)によると、Citron と Muddy 両社合わせて23社(1社重複)に対して39本の調査報告が出した。多くの企業が叩かれたのである。陈

表10 偽造指摘の糸口について

特 徴	出現頻度
同業他社に比べてはるかに高い利益率であること	11
SEC への報告と税務部門などへの文書に不一致がみられること	10
隠蔽された仲間取引の存在あるいは収入のほとんどを仲間取引に依存	8
主要株主と経営層との間の株式取引にあやしい点があること	8
会計事務所が無名でかつ評判がわるいこと	8
経営層の誠意に疑いがあること	7
会計事務所あるいは CFO (財務責任者) 更迭していること	7

出所：陈 - 刘(2012) 68 表1より上位項目を抜粋

## 中国概念股の危機で見えてきた諸問題

- 刘 (2012) は、このうち 4 社については、中国の同種類の会社に比べて株価が高すぎるのが、空売りの理由となっているが、それ以外の 19 社は、手口は様々だが、財務造假（財務報告書の偽造）が共通した指摘になっているとしている。

そして 19 社の報告書中の偽造を指摘する糸口になった言葉とその特徴の出現頻度を表 10 のようにまとめている。

### 3. 米規制当局 SEC の中国概念股問題への対応

#### 3-1. 監査会社への業務停止命令（2010 年 12 月 20 日）

監督機関では、PCAOB そして SEC という 2 つの監督機関で 2010 年夏ごろから監査人に対する監視を強化する動きがみられる（Cornerstone Research (2011) による）。2010 年 7 月に PCAOB (Public Company Accounting Oversight Board) は「Staff Audit Practice Alert No. 6」を出したが、その中で Chinese Reverse Merger (CRM) について一部の監査会社は、PCAOB の基準に従った監査を行っていない可能性があるという警告を出している。

ほぼ同じ頃、複数の CRM の顧客を抱える米国登録の監査会社 Moore Stephens Wurth Frazer について、(SEC は) 調査を開始した。そして 2010 年 12 月 20 日付けで、同社とその公認会計士に対して業務停止命令を出している。問題になったのは、CRM 企業である China Energy Savings Technology についての監査が基準に従ったものではなかったこと。

この摘発の反響であろうか、監査人が CRM の監査から手を引く事態が広がる。監査人の辞任を発表した CRM は 2011 年 5 月末までに 24 社。

このほか財務諸表の偽造が明らかになった企業を合わせて、2011 年 7 月末までに SEC, NASDAQ, NYSE により取引停止あるいは上場廃止処分となった CRM 企業は 29 社以上に膨らんだ (Cornerstone Research (2011) July 26, 2011, pp. 1-4, esp. 2.)

国際的な法律事務所の Paul Hastings (2011) は 2011 年 5 月付け News-

letter で次のようにまとめている。

「CRM については SEC が公式非公式に調査を開始したほか、合衆国の会計の御目付役である PCAOB は、このような会社の監査には慢性的な欠陥があると PACOB が認識しているとする声明を最近発表した。たとえば、ある CRM は銀行の陳述書などの記録の偽造を含む会計上の不正のため監査人が辞職したことについて、最近、開示を強制された。いつものように、合衆国の検事役の法律家たちは、規制官より控え目ではないので、多数の CRM が株主の集団訴訟や関連訴訟の標的になっている」(Paul Hastings (2011))。

### 3 - 2 . 下院政府改革監視委員会宛て書簡 (2011年4月27日)

証券取引委員会のこの書簡 (SEC (2011a)) は、中華人民共和国 PRC 国籍企業の合衆国証券法違反から投資家を保護するための過去の同委員会の活動をまとめて、報告している。

まず、最初の会計上の不正の告発は2006年2月。2010年の初夏から、主として中国 PRC を含む海外に営業拠点のある国内発行者を顧客として多数もつ監査会社についての調査を開始。海外企業による reverse merger については、監査の慣行や合衆国監査基準への適合性について、監査会社に情報を求めてきた。(この調査の結果)2011年3月だけでも、中国国籍の24社が、監査人の辞任や会計上の問題などを開示して届け出てきた。

(前項で述べたように複数の CRM の顧客を抱える米国登録の監査会社 Moore Stephens Wurth Frazer について、(SEC は 2010年夏に調査を開始し、そして2010年12月20日付けで、同社とその公認会計士に対して業務停止命令を出している。)

SEC の書簡は3月21日、4月1日、4月11日と10日ごとに3件のケースを連続して取引停止処分にしたとしている(表11)。SEC は、これら3件の取引停止措置に加えて、過去数ヶ月間だけでも、中国に活動のベースがあり reverse merger により国内発行者となったものの中で、開示規

## 中国概念股の危機で見えてきた諸問題

制に問題があった8件について、証券登録取り消し措置を取った（株式を再登録しない限り、証券業者も国法取引所も売買を執行できなくなった）。

また書簡は2010年以前に委員会が行った4件の行政処分を続けて説明している。

このほか書簡は、証券取引委員会内部の各部局の役割と連携を説明して、投資家への注意喚起 (Alert) を準備中としている。

書簡は、SRO（自主規制機関つまり取引所など）や（監査会社を監督する）PCAOBとの連携についても述べるが、そのなかでNASDAQがSROとして、ほぼ1ダースの株を取引停止処分にしたことと、reverse mergerにより株式公開する会社に対して新たな上場要件を加えた規則の提案をSECに届け出たことを紹介している。

またSECとして中国でのカウンターパートである中国証券監督管理委員会 (CSRC) に対して、米国の調査の執行のためには証人や情報と自発的かつダイレクトに接近できることが重要だと伝えているものの、（この米

表 11 SEC の 4 月 27 日 付け 下 院 委 員 会 宛 て 書 簡 で 示 さ れ た 取 引 停 止 処 分 事 例

取引停止処分日	社 名	取引停止理由
2011年3月21日	Heli Electronics Corp (HELI) 合力展创电子科技	現金残高・受取勘定の正確さへの疑問 独立監査人辞任が開示されず。
2011年4月1日	China Changjiang Mining & New Enegr Co (CHJI) 中国长江矿业新能源股份有限公司	2010 - 2011年の財務報告の正確さへの疑問 直近の中間財務報告への監査証明欠落 独立監査人辞任など監査情報開示されず。
2011年4月11日	RINO International Corporation (RINO) 绿诺科技	活動の規模、従業員数への疑問、顧客とのある契約の存在。実質的に異なる2つの帳簿書類など財務上の不正を調査するための外部の法律家会計士からなる委員会が報告書提出後辞任したこと。役員会議長と独立役員とが辞任したこと。

SECの主張に応じることは中国の)主権や国家利益の侵害になりかねないと懸念がCSRCから非公式に伝えられているとしている。

また最後に、合法的な中国あるいはその他海外ベースの国内発行者の資本形成を不当に阻むものではないと付言して、報告書を閉じている。

### 3-3. 投資家向け情報の発信（2011年6月9日）

2011年6月9日、SECは投資家向け情報(Investor Bulletin)でreverse mergerを取り上げた(SEC(2011b))。この文献は、SECによるreverse mergerの「公式の」解説としてその後広く読まれている。

まずreverse mergerの定義であるが「reverse merger取引では、ほとんど営業していない公開報告会社である既存の公開会社が、通常、合衆国資本市場での資金調達に接近しようとしている非公開営業会社を取得する。典型的には非公開営業会社の株主は、その株式と公開会社の株式のほとんどを交換する。合併で生き残るのは公開貝殻会社だが、非公開営業会社の株主は公開貝殻会社の票決と残余株式とを統制できるようになる。」としている。

reverse mergerにより通常の株式の公開と同様に、より大きな資金を動員できるようになるほか、reverse mergerはIPOに比べて、株式公開の「より速く安い方法」とみなされており、法務あるいは会計の費用も安い。公開株式会社は「8-Kの様式でSECにreverse mergerを報告しなければならないが、IPOの場合のように1933年証券法による登録義務はない」とする。

続いてSECはreverse mergerのリスクについて説明している。まず取引所市場での上場案件については、「上場されている証券がそのまま上場が続く保証はない」と警告している。つぎに店頭市場での案件については、店頭市場のものは必ずしも取引所法のもとでの報告義務がないので、「投資家はその会社がreverse merger由来かを判断することがむづかしいか

## 中国概念股の危機で見えてきた諸問題

もしれない。また投資家は経営陣や財務内容などその会社の重要な側面に  
関する情報を得る上でも困難があるかもしれない。

つぎに reverse merger 自体のリスクについては「reverse merger のあと  
も元気よくとどまることに失敗あるいは苦しむ会社が多い。」また「reverse  
merger 企業には不正や行き過ぎた行為が多かった」として投資家は、投  
資の決定をする前に専門家のアドバイスを受けて、十分調査をするべき  
だとしている。

また、とても海外での非公開会社の活動を実質的に監査する資源をもっ  
ていると思えないような、小さな合衆国の監査会社を用いて幾つかの海外  
企業が reverse merger により合衆国の市場に接近を図っていると述べて、  
監査が合衆国の監査会社によって行われていても、安心できないことを指  
摘している。

最後に投資家情報は、SEC による投資家保護のための活動についても  
説明している。そこでは先の下院委員会宛て書簡と同じく、取引停止処分  
としたケースが紹介されている。書簡で紹介されていた3件のほかに、4  
月下旬以降、この6月9日までの2ヶ月間でさらに3件の取引停止処分が  
でたことを紹介している(表12)。ただしこの3件は私自身の調査では、  
中国系 reverse merger であるのかははっきりしない(手元の中国系企業リスト  
に存在しない)ものだったことは付け加えておきたい。

表12 SECの6月9日付け投資家情報で追加開示された取引停止処分事例

取引停止処分日	社名	理由
2011年5月3日	Advanced Refractive Corporation (ARFR)	定期報告未提出
2011年5月3日	HiEnergy Technologies, Inc. (HIET)	定期報告未提出
2011年5月12日	Digital Youth Network Corp. (DYOUF)	定期報告未提出

### 3 - 4 . 新たな取引所規則の承認 (2011 年 11 月 9 日)

SEC は、2011 年 11 月 9 日になって、NASDAQ、そして NYSE それに NESE AMEX における新しい取引所規則の同日付け承認を発表した (SEC (2011c))。小稿での記述は、とりあえず、SEC が承認した内容を分析するこの節までとする。

SEC が承認した取引所規則は、海外の会社が米国の既存の上場会社を買収して、上場の立場を得てその株式を米国の投資家に売却すること、つまり外国の会社が米国「資本」市場に入ることをより困難にするもの (make it harder) と報道された (Trindle (2011))。

具体的には、リバースマージャー企業に対して、店頭市場あるいはほかの規制されている取引所 (regulated exchanges) に少なくとも 1 年経つまでは、上場することを禁止している。SEC はまた、上場に直前の 60 取引日中の 30 日間、最小限の株価 (minimum price) を維持しなければならないとしている (なお、reverse merger がその後少なくとも 4 本の年次報告が監査を受けた財務報告書を添えて SEC にすでに届け出られているといったかなり以前であるとき、あるいは上場がしっかりした公募引受契約によってなされる場合などについては、この規則は免除されるとある) (SEC (2011c))。なおこの SEC が承認した内容より厳しい上場要件を定めることは各取引所に任せられている。

この規則 (案) については、すでに紹介した 2011 年 4 月下旬付けの下院委員会宛て SEC 書簡のなかで、NASDAQ より委員会に規則案の提出がすでであったことが示されていた。そして 2011 年 8 月上旬には、NYSE からも SEC に規則案が提出された (Rapoport (2011c))。おそらく SEC は、NYSE の案を待っていたのであろう。

Rapoport (2011c) は、問題の背景にある意見の対立を、reverse merger の支持者は株式公開のための早くて経費も安い方法と評価するが、伝統的な IPO に比べて財務や運営についての精査 (scrutiny) が回避されているとの批判があると説明している。そして取引所関係者が当惑したのは、



## 中国概念股の危機で見えてきた諸問題

reverse merger により株式を公開した多数の中国企業が、2011 年に入ってからその会計上の振る舞いについての疑問を投げかけられたが、それらの多くがこの数年の間に上場し、かつ上場にあたってほとんど障害がなかったことだ。そこで（買収から上場までの時間を空ける）、一連の「熟成 (seasoning)」要件を reverse merger 企業に、新たに課すことが必要になったと、この記事は読める。

この報道 (Rapoport (2011c)) で紹介されている各取引所の案 (SEC (2011c)) から言えることは何か。

NYSE の案は、ほかの取引所などでの 1 年の待機のほかに、一定期間 4 ドルの最小限株価の維持、さらに SEC に対して監査を受けた財務報告書と年次報告書の提出を義務付けるというものだった。SEC の報道発表では、この最後の点（財務報告書などの提出義務）への言及が抜けているが、あとでも説明するように待機によって付随的に提出義務がかかってくる側面がある。他方、2011 年 4 月に先行して提出されていた NASDAQ の案は、ほかの取引所などでの半年の待機と一定期間の最小限の株価維持が内容だった。NASDAQ の当初案に比べると SEC の規則の熟成期間は、おそらく 4 月以降の問題の拡大をも反映して、NYSE の 1 年にそるえることになったのではないか。

なおこの SEC の報道発表の直後に出た、法律事務所 FriedFrank の顧客向け覚書（11 月 16 日）はつぎのように各取引所の規則を解説している (FriedFrank(2011))。

最初の熟成期間 seasoning period 条項は同じ文面。そのつぎに開示条項 Filings では、reverse merger 企業は reverse merger 取引開始時以降の 1 会計年の監査された財務報告を含む、少なくとも年次報告書一つを適時に開示しなければならない。最低限価格については、NASDAQ と NYSE については終値で 4 ドル、NYSE Amex では上場のタイプにより 2 ドルあるいは 3 ドルになった。

さてこの解説の中ほどにある開示条項は SEC の報道発表にはないが、これは熟成期間における開示義務を書きだしたものともしえるので、熟成期間を要件としたときに同時に定まると理解できるので、SEC の文章では落ちていたというのが私の解釈だが、熟成期間を置くそもそもの意味はこの財務情報の収集時間を確保する問題があるのではないか。

この SEC の取引所規則承認がどのような効果をもたらすかについて、その結果を見るにはなお時間が必要だ。しかし reverse merger の長所の一つであった上場に至るスピードに、新規則はダメージを与えることにはなるので、reverse merger による上場数は今後大きく減少する可能性はある（しかし手元の事例では reverse merger から主板市場への経過年月は1年以上経過しているケースが多く、1年未満は例外的であるが、こうした実際の事例からするとこの規制やその効果は「見せかけ」の可能性もある）。この reverse merger の抑止は、上場において IPO と並ぶ経路になっていたルートの事実上の封印になる可能性もあるので、上場数に大きな影響が出る可能性もある（しかし実際の事例との齟齬をみれば、この熟成期間についての規則が与えるのはむしろ心理的影響ではないだろうか）。

しかしそれでもあえて規制強化を発表したのは、このルートを中国企業が「乱用」したことによって、reverse merger による「裏口上場」を容認する弊害が大きく感じられるようになったということではないだろうか。先ほど引用した FriedFrank の覚書は、SEC あるいは取引所がここ数ヶ月で行った 35 社あまりの取引停止あるいは中止のうち、すくなくとも 25 社が主として業務が国外にある reverse merger 企業であり、財務情報について直近かつ正確な財務情報が欠けていることによる取引停止あるいは中止だったとしている。

今回の規制の意味であるが、RTO の抑制を通じた上場の抑制という側面を大きくみれば、そもそも伝統的な証券業界の利益とも合致するのは伝統的 IPO による株式公開。今回の規制強化は、中国企業が起こした問題

## 中国概念股の危機で見えてきた諸問題

を材料にして、上場について伝統的 IPO への回帰、誘導を「心理的に」図ったということかもしれない。他方でおお RTO の禁止あるいは完全な封印に至らなかったことを強調するなら、中小企業の上場ルートとして RTO を残したものの、「待機期間」に著しい不良企業のある程度の整理を期待した措置という評価もなりたつだろう（補論でおお関連した分析を行う）。

### 補論 2011 年 11 月に SEC が承認した熟成期間規制をめぐる

このテーマを検討するため、叶 王 (2011) 21-46 表 2.1 により、反向收購と明確にわかるケースの数と、いわゆる昇格上場までの経過年月を調べてみた。原表 2.1 は 2010 年 12 月から 7 月 10 日までの間で取引停止あるいは上場廃止に陥ったことを叶 王が確認した 27 社について分析である。この 27 社から 3 月から 5 月の間に取引停止に陥ったものに限定して、注記を解読して反向收購で OTCBB に上場し、かつ昇格上場したことを確認できるケースを抜き出したのが表 13 である。

該当は 11 ケースあるが、1 年という熟成期間規制にひっかかるのはわ

表 13 反向收購で OTCBB に上場したケースに限定した昇格上場までの年月の事例

上場月日	名称	記号	昇格先	昇格上場日	経過年月
2004 04 16	海南魁北克海洋渔业	HQS	AMEX	2007 05 17	3 年 1 ヶ月
2005 02 03	艾瑞泰克	CAGC	NASDAQ	2009 09 21	4 年 7 ヶ月
2005 02 28	数百亿	SBAY	NASDAQ	2009 03 16	4 年
2005 07 15	普大煤业	PUDA	AMEX	2009 09 22	4 年 2 ヶ月
2006 03 31	盛大科技	SDTH	NASDAQ	2007 05 21	1 年 1 ヶ月
2006 06 22	万拔汽车	WATG	NASDAQ	2007 11 08	1 年 4 ヶ月
2006 07 12	旅程天下	UTA	AMEX	2007 05 28	10 ヶ月
2007 02 16	瑞达电源	CRTP	NASDAQ	2009 07 30	2 年 5 ヶ月
2007 10 23	西安宝润	CBEH	NASDAQ	2009 06 26	2 年 8 ヶ月
2008 03	山东昱合集团	YUII	NASDAQ	2009 10 30	1 年 7 ヶ月
2009 04	科元塑胶	KEYP	NASDAQ	2010 09 15	1 年 5 ヶ月

資料：叶 王 (2011) 21-46 表 2.1 この表から言えることは最初に OTCBB に上場する「典型例」については、1 年以上という熟成期間規制が「みかけ上」の規制ではないかということ。またここで注目したいのは、昇格までの経過年月がバラバラである一方、昇格上場日が特定の年月に集中しているということ。

表14 反向收购で直接、主板市場 (NYSE NASDAQ AMEX) に上場した事例

上場月日	名称	記号	取引所	注記
2009 11 09	多元印刷	DYNP	NYSE	融資性反向收购
2010 01 29	岳鹏成电机	CELM	NASDAQ	融資性反向收购
2010 06 18	中国智能照明	CIL	AMEX	融資性反向收购

資料：表13に同じ。

ずかに1例だけだった（表13）。このほか反向收购でOTCBBに上場したことが確認されるものの、昇格上場する前に取引停止となったものが1例あった（长江矿业新能源股份有限公司）。

さらにOTCBBを経由しないで、直接、主板市場、すなわちメインの市場に反向收购で進出したものが3ケースあった（表14）。

なお刘建华(2012)209表6-7は、2009年にOTCBBからメインの市場に昇格上場を果たした20例の分析である。この20例についてOTCBBで上場してから昇格上場するまでの年月を調べると、1年未満は5例あった。

これらの数値からOTCBBからの昇格上場のケースでは、新たな熟成期間規制にひっかかるのはいずれにせよ少数と考えられる。しかし新規に反向收购で上場を考えていた企業にとって、新規規制は心理的負担になると考えられ、反向收购で米国の主板市場に短期間で登場することは当面むづかしくなったといえる。ただ今回の規制により、長期的にどのような影響がでてくるかは、今後の観察によるほかない。

#### 参 考 文 献 (Bibliography)

中国の経済新聞については「经济参考网」の、また中国の雑誌論文については「中国学术情報データベース」の検索を行っている。英文資料についてはEbsco, ProQuestなどのデータベース検索を用いている。

中国語および日本語資料

- 1) 今川嘉文(1998a)「ペニーストックの取引規制と投資家保護(一)」『大阪

## 中国概念股の危機で見えてきた諸問題

- 府立大学経済研究』43 (3), 1998年6月, 31-45.
- 2) 今川嘉文(1998b)「ペニーストックの取引規制と投資家保護(二)」『大阪府立大学経済研究』44 (1), 1998年12月, 19-43.
  - 3) 大崎貞和(1998)「米国における株式店頭市場改革 - OTC プリティン・ボードをめぐる規制強化の動き - 」『資本市場クォーターリー』1998年冬, 2-6.
  - 4) 青木浩子(2000)「ペニーストック取引に関する1992年米国証券取引所規則 - 流動性に欠ける市場における規制 - 」『証券経済研究』2000年9月, 133-149.
  - 5) 大崎貞和(2003)「変貌する米国の株式店頭市場 - OTC プリティン・ボードの取引所市場化 - 」『資本市場クォーターリー』2003年春, 1-8.
  - 6) 西村尚剛(2003)「米国の証券市場規制について」『PRI Discussion Paper Series』No. 03A-08, 2003年5月, pp. 1-22.
  - 7) 辰巳憲一(2006)「米国のIPOと証券発行規制」『学習院大学経済論集』43 (2), 2006年7月, 223-245.
  - 8) 岩谷泰(2008)「買収目的会社(SPAC)の利点と弱点」コラム2008.06.17 (<http://www.dir.co.jp/publicity/column/080617>)
  - 9) 岩谷賢伸(2008)「米国におけるSPACの活用を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2008年冬, 164-174.
  - 10) 衣鵬「中国概念股起底 上市链条助推泡沫」『21世纪经济报道』2011年5月21日。
  - 11) 冯禹丁「追杀造假股中国概念股为何折戟美国资本市场」『南方周末』2011年5月27日。
  - 12) 金旻旻 牛海荣「中国企业赴美IPO遭遇诚心危机还是空头狙击」『经济参考报』2011年5月27日。
  - 13) 匿名(2011a)「海外退市企业回归国内股市 PE 推波澜」『21世纪经济报道』2011年5月28日。
  - 14) 匿名(2011b)「海外退市企业回归该如何操作」『21世纪经济报道』2011年5月28日。
  - 15) 匿名「中国概念股遭遇寒流 回归境内成新洗择」『第一财经日报』2011年5月28日。
  - 16) 种昂「中国概念股信任危机源头 审计举报客户造假」『经济观察报』2011年5月31日。
  - 17) 沈乎 王姗姗「戳破中国概念股在美假泡沫」『新世纪』2011年6月7日。
  - 18) 無署名「米IPO中国株に不信感」『日本経済新聞』2011年6月14日夕刊3面。

- 19) 無署名「海外上場の中国企業 会計情報に不信拡大」『日本経済新聞』2011年6月19日4面。
- 11) 李寿双 苏龙飞 朱锐(2011)『红筹博弈』中国政法大学出版社,北京,2011年7月。
- 12) 無署名「中国企業の会計 不信深刻 ムーディーズ,6社を名指し」『日本経済新聞』2011年7月13日,6面。
- 13) 深谷羊子「海外上場中国企業に相次ぐ不正会計疑惑」『金融財政事情』2011年8月1日,63-65.
- 14) 叶有明 王钊編著『猎杀「中国概念股」危机』复旦大学出版社,上海,2011年10月
- 15) 戴龙辉「中国概念股海外退市危机研究」『现代商贸工业』No.13,2012年,74-76.
- 16) 袁敏「这样看待中国概念股的问题」『财务与会计』2012年2月,69-70.
- 17) 無署名「東京地検 セラーテム社長ら逮捕 中国社買収巡り虚偽情報の疑い 海外勢「裏口上場」にメス」『日本経済新聞』2012年3月6日夕刊15面。
- 18) 刘建华『中国概念股』石油工業出版社,北京,2012年4月。
- 19) 杨敏 欧阳宗书 叶康涛 杜美杰「在美上市中国概念股会计问题研究」『会计研究』2012年4月号,3-7,94.
- 20) 屈丽丽「中概股,准备撤退 回家路并不平坦」『中国经营报』2012年5月28日,A9-A11.
- 21) 张斌「国内外证券市场借壳上市研究综述」『武汉商业服务学院报』26-3,2012年6月,37-41.
- 22) 陈彬 刘会军「什么样的公司有财务造假嫌疑」『证券市场导报』2012年7月,66-71.
- 23) 無署名「中国企業 米で不信感拡大 不正会計疑惑が波及 株下落」『日本経済新聞』2012年7月17日7面。
- 24) 屈丽丽「点杀中概股 VIE 并非唯一靶点」『中国经营报』2012年7月23日,A1,A4.

#### 英語資料 (in historical order)

- 1) Mike Hoffman (1999), "Go Public through the Backdoor", *Inc.*, 21 (3), Mar. 1999, 84.
- 2) Kimberly Weisul (1999), "Net Firms Try Reverse Mergers", *Inter@ctive Week*, 6 (31), Aug. 2, 1999, 57.

## 中国概念股の危機で見えてきた諸問題

- 3) Sharon McDonnel (2001), "Reverse Mergers", *Computer World*, Mar. 26, 2001, 48.
- 4) Bruce Rader and Shane de Burca (2006), "Securities Registration, SPACc: A Sound Investment or Blind Leap of Faith?", *Insight*, Jan. 2006, 2-7.
- 5) Robert W. Wood (2006), "Book Review: Taking a Company Public without an IPO, by David N. Feldman, with contribution by Steven Dresner", *The M&A Tax Report*, 15 (4), Nov. 2006, 7-8.
- 6) David N. Feldman (2007), "Reverse Mergers + PIPEs: The New Small-Cap IPO", *Business Law Brief*, Spr. 2007, 34-44.
- 7) Joseph B. LaRocco (2007), "Secrets of the Reverse Merger", *NBIZ Magazine*, Spr. 2007, 37-39.
- 8) William K. Sjoström (2008), JR., "The Truth about Reverse Mergers", *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2 (2), 2008, 743-759.
- 9) Muddy Water (2010), "Muddy Water initiating coverage on RINO-Strong Sell", Nov. 10, 2010.  
<http://www.muddywaterresearch.com/research/rino/initiating-coverage-rino>
- 10) Securities and Exchange Commission (SEC (2010)), *A Cease-and-Desist Order in the matter of Moore Stephens Wurth Frazer & Torbet LLP and K. Dean Yamagata, CPA*, Dec. 20, 2010.
- 11) Robert Holmes, "Small Cast Stars in China Reverse Mergers", *The Street*, Dec. 23, 2010.
- 12) Joseph Sternberg (2011), "What's behind China's reverse IPOs ?", *Wall Street Journal*, Jan. 22, 2011, p. A19.
- 13) PCAOB, "Activity Summary and Audit Implications for Reverse Mergers Involving Companies from the China Region: January 1, 2007 through March 31, 2010," *PCAOB Research Note # 2011-PI*, Mar. 14, 2011, 1-8.
- 14) Citron (2011), "Citron Reports on Longtop Financial", Apr. 26, 2011,  
<http://www.citronresearch.co/citron-reports-on-longtop-financial-nyself>
- 15) SEC (2011a), *Letter sent to the House Committee on Oversight and Government Reform*, April, 27, 2011.
- 16) Paul Hastings (2011), "China Reverse Mergers under Increasing Scrutiny from U.S. Regulators and Plaintiffs' Lawyers", *Paul Hastings Newsletter*, May 2011, 1-2.
- 17) Ryan Vlastelica and Daniel Bases (2011), "Chinese Stock Scams Are the Latest U.S. Import", *Reuters*, May 11, 2011, 1-8.

- 18) SEC (2011b), "Reverse Mergers", *Investor Bulletin*, June 2011, 1-5.
- 19) John Auerbach and Jacqueline Fan (Ernst & Young (2011)), "A Guide to Managing the China Reverse Merger Fallout", *Ernst & Young* (<http://www.ey.com>), June 2011, 1-4.
- 20) Michael Rapoport (2011a), "Auditors Facing Reverse Inquiry", *Wall Street Journal*, Jun. 3, 2011, C1-C2.
- 21) Robert Cookson, "China Listings Dogged by Scandal", *FT. com*, June 5, 2011.
- 22) Patti Waldmeir, "Chinese IPO Fails as Investors Bush Myth", *FT. com*, June 8, 2011.
- 23) Michael Rapoport (2011b), "Alarms Sounded on Reverse Mergers", *Wall Street Journal*, Jun. 10, 2011, C3.
- 24) Cornerstone Research, "Investigation and Litigation Related to Chinese Reverse Merger Companies", *Cornerstone Research*, July 16, 2011, 1-4.
- 25) Michael Rapoport (2011c), "NYSE Seeks to Tighten 'Reverse' Deal Rules", *Wall Street Journal*, Aug. 10, 2011, C3.
- 26) Leslie A. Gordon (2011), "Red-Flagging China", *ABA Journal*, Oct. 2011, 17-18.
- 27) Paul Asquith and Kevin Rock, *A Test of IPO Using Reverse Mergers*, October 28, 2011 (Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1737742>), 1-35.
- 28) Paul Anton Schifflin (2011), "Reverse Merger Confidential", *Insight*, November 2011, 22-25.
- 29) SEC (2011c), "SEC Approves New Rules to Toughen Listing Standards for Reverse merger companies", *SEC News 2011-235*, Nov. 9, 2011.
- 30) Jamila Trindle (2011), "SEC Tightens Rules for Reverse Merger' Listings", *WSJ. com*, Nov. 10, 2011.
- 31) Fried Frank (2011), "SEC Approves New Rules to Toughen Listing Standards for Reverse Merger Companies", *Fried Frank Client Memorandum*, Nov. 16, 2011, 1-2.
- 31) David Burboza (2012), "F.B.I. Looks into Firms for Reverse Merger", *New York Times*, Jan. 28, 2012, B6.
- 32) Matthew John LoSardo and Junliang Zhu, "A Further Exploration of Reverse Takeovers as an Alternative to Initial Public Offerings", *Past Honor Theses of Duke University*, Spring 2012.



## 中国概念股の危機で見えてきた諸問題

(econ.duke.edu/uploads/media\_items/losardo-zhu-thesis.original.pdf)

- 33) Mark Berenblut and Jerry Arnold (NERA), “Reverse Mergers Forensic Accounting and Financial Investigations”, *NERA Insight in Economics*, April 2012, 1-2.
- 34) Chris Clemmens (2012), “Chinese Reverse Mergers and Accounting Quality Oversight,” *Abstract of 2012 AAA Annual Meeting*, Aug. 7, 2012, Washington, DC, 1-25.

この研究は、平成 23 年度と平成 24 年度における、成城大学特別研究助成ならびに成城大学経済研究所研究助成による研究成果の一部である。

### Appendix 1. OTCBB Average Daily Price and Volume (June 2012)

June 2012	Securities	Securities Traded	Ave. Price
Domestic Securities	2,145	890	\$ 0.09
Foreign Securities	81	36	\$ 1.54
ADRs	2	1	\$ 12.67
Total	2,228	927	

資料：OTCBB ホームページ

### Appendix 2. OTCBB Issue Pricing Trends (June 2012)

Price Range	Securities June 2012	percentage	Ave. Price \$
\$ 200.01 +	1	0.1	1,180
\$ 100.01 to 200.00	2	0.1	125.25
\$ 10.01 to 100.00	90	5.0	31.57
\$ 1.01 to 10.00	255	14.3	3.13
\$ 0.51 to 1.0	101	5.7	0.67
\$ 0.00 to 0.5	1,333	74.8	0.06
	1,782	100.0	

資料：OTCBB ホームページ なお 5 ドル未満は 1642 銘柄で 1782 銘柄中の 92.2%。この 1642 銘柄の平均価格は 0.35 ドル。

Appendix 3. Statistics of Listed Companies 1994-2011

(件数)

	NASDAQ OMX	NYSE Euronext	Hong Kong	Shanghai	Shenzhen	Singapore	Taiwan	Tokyo
1994	4,902	2,128	529	NA	NA	251	313	1,782
1995	5,127	2,242	542	NA	NA	272	347	1,791
1996	5,556	2,476	583	NA	NA	296	382	1,833
1997	5,487	2,626	658	NA	NA	334	404	1,865
1998	5,068	2,670	680	NA	NA	358	437	1,890
1999	4,829	3,025	708	NA	NA	408	462	1,935
2000	4,734	2,468	790	NA	NA	480	532	2,096
2001	4,063	2,400	867	646	508	492	586	2,141
2002	3,649	2,366	978	715	508	501	641	2,153
2003	3,294	2,308	1,037	780	505	560	674	2,206
2004	3,229	2,293	1,096	837	536	633	702	2,306
2005	3,164	2,270	1,135	833	544	686	696	2,351
2006	3,133	2,280	1,173	842	579	708	693	2,416
2007	3,069	2,297	1,241	860	670	762	703	2,414
2008	3,023	1,963	1,261	864	740	767	722	2,390
2009	2,852	2,327	1,319	870	830	773	755	2,335
2010	2,778	2,238	1,413	894	1,169	778	784	2,293
2011	2,680	2,308	1,496	931	1,411	773	824	2,291

資料：World Federation of Exchanges 上場会社数(投資信託 investment funds を除く)年末値  
NYSE Euronext は US 分のみ。

中国概念股の危機で見えてきた諸問題

**Appendix 4.** Number of Listed Companies in OTCBB and NYSE  
(社数)

	OTCBB (1)	OTCBB (2)	NASDAQ (3)	NYSE (4)
1994	5,251	NA	4,902 (NA)	2,128 (NA)
1995	5,302	NA	5,127 (NA)	2,242 (NA)
1996	5,554	NA	5,556 (389)	2,476 (304)
1997	6,414	NA	5,487 (454)	2,626 (389)
1998	6,343	NA	5,068 (441)	2,670 (392)
1999	6,418	NA	4,829 (429)	3,025 (406)
2000	4,028	NA	4,734 (488)	2,468 (433)
2001	3,771	NA	4,063 (445)	2,400 (461)
2002	3,769	NA	3,649 (381)	2,366 (472)
2003	3,554	NA	3,294 (343)	2,308 (466)
2004	3,293	112	3,229 (340)	2,293 (459)
2005	3,283	152	3,164 (332)	2,270 (452)
2006	3,328	176	3,133 (321)	2,280 (451)
2007	3,516	183	3,069 (307)	2,297 (421)
2008	3,694	166	3,023 (296)	1,963 (415)
2009	3,535	153	2,852 (283)	2,327 (495)
2010	3,136	158	2,778 (298)	2,238 (518)
2011	2,456	155	2,680 (297)	2,308 (520)

資料：OTCBB と WFE の HP による

(1) Average Daily Total Securities (2) Average Daily Foreign Securities  
で内数 (3)(4) 年末値。括弧内は外国会社数で内数。

## Appendix 5. Results of Searching Key Terms in Academic Databases

(社数)

	reverse merger (1)	Reverse takeover (2)	(1)と(2)の 重複=(3)	(1)或は(2) =(4)	反向收購 (5)	(4)+(5)
1994	1	1	0	2	0	2
1995	9	3	2	10	1	11
1996	4	2	1	5	0	5
1997	4	3	2	5	2	7
1998	2	2	0	4	1	5
1999	11	9	7	13	0	13
2000	6	5	3	8	1	9
2001	8	7	4	11	3	14
2002	6	4	1	9	2	11
2003	7	3	1	9	4	13
2004	16	8	5	19	18	37
2005	11	9	6	14	13	27
2006	9	7	6	10	14	24
2007	8	6	3	11	10	21
2008	17	15	12	20	20	40
2009	21	17	15	23	11	34
2010	9	6	3	12	11	23
2011	20	11	8	23	54	77
2012p	5p	5p	3p	7p	9p	16p

注) (1)から(3)までは Ebsco Academic Search Premier の検索結果。(5)は中国学術情報システムの検索結果。2000年代に入ってから、2004 - 05年、2008 - 09年、2011年と数年置きに文献数の上昇がみられる。なお数値は2012年10月22日の検索結果。2012年の数値に付けた p は暫定値の意味。

Hiroshi Fukumitsu is a professor of securities markets at Seijo University, Tokyo. In this paper he reviews the recent incidents concerning the Chinese reverse mergers. Reverse mergers were criticized as a backdoor to make private shares public. Chinese small companies took advantage of this procedure as a quicker and cheaper way other than traditional IPOs to make their private shares public. But this reverse treatment didn't last when the trust on Chinese companies' financial reports lost. And the expulsion of Chinese reverse merger companies from the U.S. capital markets began and continued. Professor Fukumitsu thinks this problem relates to the basic problem for the exchanges that is the extent and the limit of the listing.