

中国変動持分事業体に関する一考察

王 昱*

A Study on Chinese Variable Interest Entity

Yu WANG

要旨：本稿では、特別目的事業体（SPE）と変動持分事業体（VIE）における一般的な解釈を説明した上、Alibaba Group Holding Limited を例にして、VIE と外国独資企業（WFOE）を用いて米国市場で上場した集団構造または VIE スキームの分析を行った。中国における VIE スキームの役割と今後の展開についての検討を試みた。

Abstract :

This article explained SPE (special-purpose entities) and VIE (variable interest entity) in general interpretation. I have selected Alibaba Group Holding Limited (NYSE : BABA), which listed on the New York Stock Exchange in 2014 as an example of how the VIE scheme and WFOE (Wholly-foreign Owned Enterprise) are used in offshore and onshore. There are many medium size Chinese companies which use VIE scheme and WFOE as temporary means for evade regulations of domestic and list on oversea capital market. But with the enforcement of a new foreign investment regulation, VIE scheme will dismantle in the future.

キーワード：変動持分事業体（VIE）、Alibaba 集団、実質支配、外国投資法草案

I はじめに

特別目的事業体（SPE：Special Purpose Entities）という言葉は米国の連結会計基準によく用いられる用語であった。エンロン社の破綻を背景に、SPE における定義の曖昧さが浮き彫りになったため、米国の対応策としては、SPE の代わりに変動持分事業体（VIE：Variable Interest Entity）という概念を導入したのである。

一般論では、VIE とは投資家に経済的持分を与えるが、会社の所有権は認めない企業構造¹⁾であると言われている。21 世紀初期頃から、VIE を用いている多くの企業は米国での上場を果たし、

資金調達活動の範囲を全世界にまで広げている。特に米国資本市場に上場した一部の中国本土出身企業²⁾が、国内関連規制を回避すると同時に海外上場要件に満たすために VIE を利用している。Alibaba Group Holding Limited（アリババ・グループ・ホールディング、以下、Alibaba 集団と称す）はその代表例である。

しかしながら、本来の会計上における連結範囲判定の際に用いられる概念である変動持分事業体（VIE）という企業構造は、規制回避や上場達成のために一時的な手段として使用してしまうと、当該企業の正常な成長に支障が出てくるのではないかという懸念も少なくない。特に、中国では

*関西学院大学国際学部教授

1) <http://rnnews.jp/search/result/?q=variable+interest+entity> (2016 年 9 月 1 日閲覧)

2) ここで言う中国本土出身企業とは、上場目録見書に記載されている企業所在地は中国本土ではないが、一般論では中国企業として扱われている企業を指す。

2015年に外国投資法（草案意見募集稿）が公布されてから、VIEによる規制回避への取り締まりが強化されるとの見方も増している。

本稿では、まず、SPEとVIEの概念における簡単な整理を行う。次に、VIEを用いて米国市場で上場を果たしたAlibaba集団構造とVIEスキームを例として分析しながら、連結判定という目的とは異なる目的で用いられるVIEの詳細を纏める。最後に、外国投資法公開草案の公布がVIE利用企業への影響を探ってみる。

II 特別目的事業体（SPE）と 変動持分事業体（VIE）

米国では、SPEのような異業種事業体を連結範囲外とする事例が多く存在したことは、SPEがVIEに代替されるようになった要因のひとつである。かつて、SPEを連結範囲外とする例外規定が一種の抜け道として利用されていると指摘されたように、VIEを連結範囲内にすることは中国本土企業の米国市場への上場手段として濫用されているとの指摘も現れていた。このような指摘を理解するために、まず、ここでは、主にSPEとVIEの解釈に焦点を当ててみる。

1. SPEにおける一般論

周知のように、営利企業とは最大の利益を追求

する事業体である。特別目的事業体は直接的な利益追求ではなく、特定または特別な目的を達成するために設立される事業体であると理解されている。一般論として下記の【図表1】で示した3つの解釈例を取り上げてみる。

この3つの解釈例からSPEにおける主な特徴とは①多種類の企業形態で、②特定又は限られた業務を行い、③事業体は設立者及び関係者からある程度の独立性を持ちながら、④資金調達を提供する目的で設立された事業体である、と纏めることができる。

一見して、SPEという事業体は関連法規に基づいて設立された一種の企業形態として捉えることは特に問題ないのである。しかしながら、会計上においては、SPEが投資者また設立主体の連結対象になるか否か、すなわち、連結適合性に関する判断は極めて困難であることも事実である。

2. 米国連結会計規制上のVIE

2001年に破綻したエンロン社は、数千社のSPEを設立することによって、6億5,800万ドルの借入が可能になり、これらの負債は一切エンロン社のバランスシートには計上されていなかった³⁾。これらのSPEが、エンロン社のために株式と負債で資金調達を行ったことについては適切な開示がされなかったのである。すなわち、オフ

図表1 SPEに対する3つの解釈例

	SPEに対する解釈	先行研究者
①	限られた業務をあらかじめ定められた権利義務の範囲内で行う事業体であり、会社以外の組織形態も採り得るものであり、投資対象となる資産を、資産譲渡者やスポンサー、アレンジャーなどのSPEの組成に関与するものから分離し、資産から生じるリスクとリターンを明確化させ投資家に帰属する役割を担う事業体。	秋葉（1999）
②	ある特定の企業に便益をもたらすために、限定された目的、設立期間、活動を行うように設立されるリミテッド・パートナーシップ、株式会社、信託、あるいはジョイント・ベンチャーという法的形態をとる事業体。	Hartgraves and Benston（2002）
③	設立時の法的な文書に列挙されている特定の事業を成し遂げるために設立される信託、株式会社、リミテッド・パートナーシップあるいはその他の法的な事業体であり、スポンサー（SPEの設立者及びその関係者）の倒産から債権者を隔離し、スポンサーの資金調達及び流動性を提供することを目的とした事業体。	Holtzman, Venuti and Fonfeder（2003）

出所：威知謙豪（2015）pp.14-15を参考に筆者作成。

3) リチャード・ブリーリー、スチュワート・マイヤーズ、フランクリン・アレン（2014）、藤井真理子、國枝繁樹／監訳、『コーポレート・ファイナンス』第10版、上巻、日経BP社、p.583。

・バランス金融（off-balance sheet financing）が行われていて、本来連結対象になるべき SPE を連結範囲外としたのであった。SPE との不透明な関連取引はエンロン社破綻の引き金の一つとなったという指摘も少なくない。言うまでもなく、エンロン社の破綻は米国の会計規制当局に大きな衝撃を与えた。

会計規制上において、最も早く連結財務諸表が導入されたのは米国である。しかし、連結対象となるべき SPE に対する明確な解釈は存在しなかった。エンロン社破綻をきっかけに 2003 年に新しい解釈指針が導入され、変動持分事業体（VIE）が登場した。従って、VIE を取り巻く連結適合性の判断要件は明らかになったのである。後に、この結果は VIE を利用して米市場への上

場を目指す中国本土の企業に“好機”を与えることになる。

下記の【図表 2 SPE と VIE における会計上の主な関連基準等】（1939 年～2009 年）で示したように、米国 GAAP（Generally Accepted Accounting Principles、一般に認められた会計原則）では、SPE と VIE と係わっている会計規定等が多く存在する。1939 年に米国公認会計士協会（AICPA：American Institute of Certified Public Accountants）の会計手続委員会（CAP：The Committee on Accounting Procedure）より公表された会計研究公報（ARB：Accounting Research Bulletin）第 1 号「導入部と以前採用された規則」の中で、連結を想定している記述⁴⁾があったが、最初の連結会計基準書は 1959 年に公表された ARB

図表 2 SPE と VIE における会計上の主な関連基準等

公布機構	公布期日	基準書等の名称	略 称
AICPA の CAP	1939 年	導入部と以前採用された規則	ARB 1 号
AICPA の CAP	1939 年	海外活動と外貨交換	ARB 4 号
AICPA の CAP	1957 年	企業結合	ARB 48 号
AICPA の CAP	1958 年	連結財務諸表	ARB 51 号
AICPA	1970 年	企業結合	APB 16 号
AICPA	1970 年	無形資産	APB 17 号
AICPA	1978 年	イシューペーパー：連結財務諸表における金融子会社の報告	
FASB	1987 年	すべての過半数子会社の連結	SFAS 94 号
FASB	1996 年	金融資産の譲渡及びサービシング、並びに負債消滅に関する会計規定	SFAS 125 号
FASB	2000 年	金融資産の譲渡及びサービシング、並びに負債の消滅の会計処理 - SFAS 125 号の差し換え	SFAS 140 号
FASB	2001 年	企業結合	SFAS 141 号
FASB	2001 年	無形資産	SFAS 142 号
FASB	2003 年	変動持分事業体の連結 - ARB 51 号の解釈指針	FIN 46 号
FASB	2003 年	FIN 46 号改訂	FIN 46 R
FASB	2007 年	SFAS 141 号改訂	SFAS 141 R
FASB	2007 年	連結財務諸表での非支配持分 - ARB 51 号の修正	SFAS 160 号
FASB	2009 年	FASB 解釈指針第 46 号 R の改訂	SFAS 167 号

出所：筆者作成。

4) 詳細は長谷川茂男（2014）「50 数年前の基準書 ARB 51 とその後の流れ」、『CGSA フォーラム』（中央大学）第 12 号を参照されたい。

51号「連結財務諸表」(以下、ARB 51号と称す)である。ARB 51号は最も古い連結財務諸表の基準書であり、その一部は国際会計基準(IFRS: International Financial Reporting Standards)の連結会計基準のベースになっていた。しかしながら、企業ビジネスの多様化を背景に、SPEの設置が多くなったことにつれて、相応な基準整備が求められるようになった。

エンロンの破綻後、2002年6月に、米国財務会計基準審議会(FASB: Financial Accounting Standards Board)が解釈指針公開草案「特定の特別目的事業体の連結: ARB 51号の解釈指針」(FIN 46号)を公表した。さらに、2003年12月に改訂版FIN 46号(以下、FIN 46Rと称す)を公表し、連結に求められるSPEは連結要否判断の際に、“変動持分(Variable Interest)”を有する事業体を“変動持分事業体(Variable Interest Entities)”と呼ぶことが確定されたのである。

FIN 46Rによれば、変動持分とは、契約上、所有権上、またその他の金銭上の権利(持分)と定義されている。すなわち、投資者はVIEに対して過半数以上の議決権の有無に因らずに、VIEから経済的便益の提供を受けるならば、VIEは受益者の連結対象となる。

従って、VIEの受益者である企業はVIEを自身のバランスシートに載せなければならないことが要求されるようになった⁵⁾。このような対応に至ったのはエンロン事件への反省でもあったと考えられる。その後もVIEへの企業関与の透明性をめぐる懸念が高まり、FIN 46Rの主要な規定の適用を巡って、2009年6月12日にSFAS第167号「FASB解釈指針FIN 46Rの改訂」が公表された。

次節の内容と関連して、ここで注目すべきポイントとは、米国では、VIEは投資者から直接の投

資を受けていなくても、ある契約等による経済的便益を投資者に提供するのであれば、連結対象となるというところにある。

Ⅲ Alibaba 集団構造と VIE スキーム

21世紀の初期頃、連結対象を判断するために用いられたSPEを規制するため、VIEを導入した米国に、VIEを用いて上場してきたのは多くの中国本土出身の集団企業であった。2000年に初めてVIEを用いて、米NASDAQ市場で上場を果たした中国本土出身の企業SINA CORP(SINA、新浪)はVIEスキームの先駆者とも言われている。その時から、VIEに関する会計基準が明文化されていないために、VIEと言えば、むしろ国内規制回避と海外上場に必要とされる存在である。本節では、Alibaba 集団(Alibaba Group Holding Limited)構造を例にして検討する。

1. Alibaba 集団について

2014年5月6日にAlibaba 集団はニューヨーク証券取引所での新規株式公開(IPO)申請を行い、米国証券取引委員会(SEC)に上場登録申請書類(Form F-1)⁶⁾を提出した。Form F-1に掲載された集団構造の中で、最も注目を集めたのは中国にある外国独資企業(Wholly-Foreign Owned Enterprise: WFOE)と変動持分事業体(VIE、中国語: “可变利益实体”または“协议控制”)の存在であった。その2日後、日本経済新聞(電子版)では「アリババ上場で浮上する外資規制の抜け道」と題した記事が掲載され、“外国人によるインターネット企業への出資を禁じる中国政府の規制の抜け道となっているのが「変動持分事業体(VIE)」である”という辛辣な指摘が載せられていた。また、同記事に「VIE構造は必要とされる間は機能するが、その後は機能しなくなる。その

5) “A variable interest entity (VIE), as reported by the U.S. Financial Accounting Standards Board (FASB) is an entity that an investor has a controlling interest in, but this controlling interest is not based on a majority of voting rights. VIEs are subject to consolidation under certain conditions A VIE has a primary beneficiary, the party that holds the majority of variable interests; if the primary beneficiary is a company, all holdings must be listed on the company’s balance sheet” <http://www.investopedia.com/terms/v/variable-interest-entity.asp#ixzz4S9c0p6Ku>

6) 日本の目論見書に相当する。 https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1577552/000119312514184994/d709111dfl1.htm#toc709111_19

点を多くの投資家が懸念している」とポール・ジリス教授⁷⁾の指摘も掲載された。

このように、中国国内ないし海外のマスメディア業界では、電子商取引の最大のプラットフォームを有する中国 IT 企業の代表として Alibaba 集団がしばしば紹介されている。しかし、Alibaba 集団の法人登記所在地は中国本土ではなく、ケイマン諸島となっている。もちろん、上場先も中国本土ではなく、アメリカのニューヨーク市場が選ばれている。その理由の一つは、中国監督管理委員会により 1999 年に公布された 83 号通達「企業が海外上場申請における関連問題のお知らせ」⁸⁾に由来する。このお知らせには海外上場希望の中国企業には“四五六規定”が設けられていた。“四”とは企業の純資産は 4 億人民元、“五”とは海外資金調達予定規模は 5,000 万米ドル、“六”とは前年度税引き後当期純利益は 6,000 万人民元、を超えることである。1999 年当時には

Alibaba 集団のような民営企業が“四五六規定”を超えるような事態は想定されていなかった。VIE スキームを用いて海外上場を果たす中国本土企業は 2012 年までに 117 社⁹⁾を超えた。

2. Alibaba 集団構造

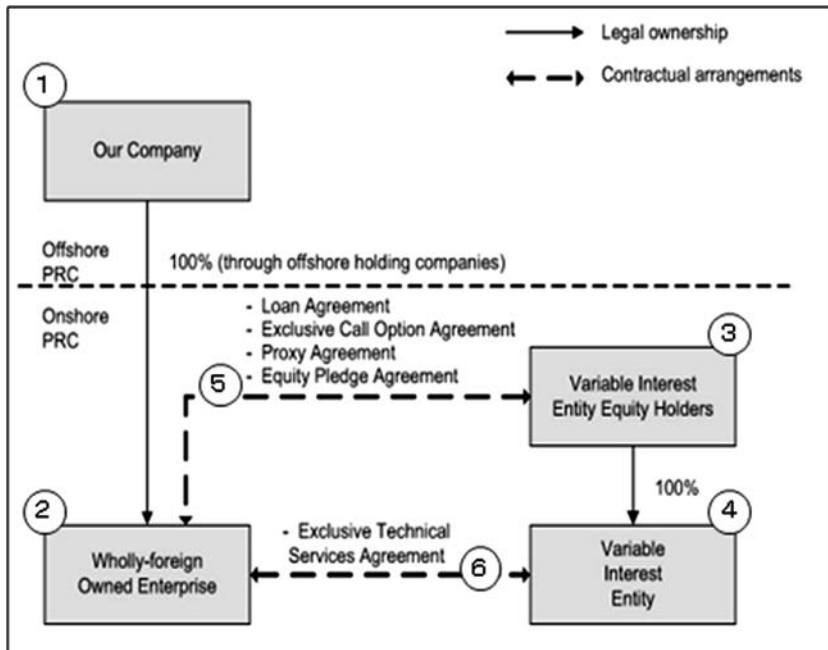
【図表 3 Alibaba 集団の構造図】で示したように、ケイマン諸島にある集団、国内にある外国独立企業、個人投資家、VIE から成り立っている。

以下では、集団と WFOE を紹介する。

【図表 3】の①Our Company

Our Company とは Alibaba 集団 (Alibaba Group Holding Limited) を指す。1999 年 6 月 28 日に、英領のケイマン諸島で法人登記をし、2014 年 9 月 19 日にはニューヨーク証券取引所に Alibaba 集団の米国預託証券 (ADR: American Depositary Receipt) を上場した。周知のように、ケイマン諸島はタックスヘイブン、すなわち、租税回避地

図表 3 Alibaba 集団の構造図



出所：Alibaba 集団 Form F-1、p.73 より（番号が筆者追加）。

7) Paul Gillis PhD CPA is Professor of Practice at Peking University's Guanghua School of Management.

8) 中国证券监督管理委员会（1999 年 7 月 14 日）『关于企业申请境外上市有关问题的通知』证监发行字 [1999] 83 号。

9) 苏龙飞整理（2012）「VIE 结构是什么」、『经理人』<https://www.zhihu.com/question/19634851>。

のひとつとして世に知られており、ビジネスの本拠地は別場所に設けるのが通常である。Alibaba 集団も例外ではなく、実際に稼働している本部は中国の杭州に設置されている。

上場当初、日本企業のソフトバンク社は 34.4%、米国企業のヤフー社は 22.6%、創業者馬雲氏は 8.9%、副社長 Joseph C. TSAI は 3.6% の株式を所有していた¹⁰⁾。Alibaba 集団は、ケイマン諸島以外に香港や英領バージン諸島などオフショア地域での子会社や孫会社の設置も行っていった。【図表 4 Alibaba 集団と VIE スキーム】に①と記したのは集団より 100% の出資を受けて設立された企業、さらに、それらの企業からの出資を用いた孫会社の設置も見られる。これらの会社は、租税回避のため以外に、中国国内の外国独資企業への出資、本土企業の投資者への資金提供、また、本土企業へのソフトや技術サービスの提供業務などを行っている。

ここで注目すべきポイントとしては、①の集団構成またその経営内容は決して米国の上場要件を満たすことができないということである。これは、収益を作り出す実体企業が存在していないからである。第 2 節で述べたように、米国連結会計基準における一連の改訂が行われた結果として、契約による実質支配と判定される VIE が連結対象になった。従って、【図表 3】と【図表 4】で示す④である VIE は Alibaba 集団の米国上場に不可欠な存在となり、Alibaba 集団は VIE の主な受益者 (Primary Beneficiary) である。

【図表 3】の②：Wholly-Foreign Owned Enterprise

外国独資企業 (WFOE) とは中国国内において外国人投資家または外国資本のみによって設立される法人である。この種の企業は、中国「改革・開放」(1980 年代) という政策が打ち出されてから外国資本の導入により登場した“三資企業”¹¹⁾ のひとつである。当初から、三資企業は国内税制上の優遇措置を受けてきた。

外国独資企業は『中華人民共和国会社法』以外に、『外資企業法』(2000 年 10 月 31 日改訂)、

「外資企業法実施細則」(2001 年 4 月 12 日改訂) の適用も求められている。【図表 3】の①our company から②WFOE への直線で示したように、集団の出資を直接または間接的に受け、中国国内で幾つかの独資企業が設けられている。

集団資金は WFOE を通じて、国内自然人である創業者馬氏により容易に提供されている。この形態の企業を持つことにより、海外資本がよりスムーズに国内まで調達できるのである。

3. VIE スキーム

VIE 構造はしばしば VIE スキームや契約支配型ストラクチャーとも呼ばれている。特に FASB に公表された FIN 46 R では、変動持分を「企業に対する契約上、所有権、その他の金銭的権益で、変動持分を除く企業の純資産の公正価値の変動につれて変動する権益」という定義が明確にされたため、連結適正判定モデルは主に変動持分モデルと議決権モデルに定着された。従って、変動持分モデルまたは VIE スキームは中国本土出身企業の米上場への助け船にもなったと言えよう。【図表 3】の③から⑥は Alibaba 集団における VIE スキーム構造を示している。

【図表 3】の③：Variable Interest Entity Equity Holders

Variable Interest Entity Equity Holders とは変動持分事業体株主、すなわち中国本土 VIE の株主を指す。【図表 3】で示したように、③の変動持分事業体の株主は④本土企業に対して 100% を出資する本土企業の所有者である。Alibaba 集団の場合には、主に創業者馬氏と副社長謝氏からの出資によって、本土企業への出資が行われている。特に馬氏は Alibaba 集団の創業者であり、8.9% の株式を所有しながら、本土企業の所有者でもあり、実質上、VIE の株主は Alibaba 集団といっても過言ではないが、そこで、外国資本の提供が受けられない規制があるため、わざわざ、②の WFOE からの資金提供を受け、③の自然人を経由して本土企業への投資を行ったのである。

10) Form F-1, p.198 より。

11) 三資企業とは中外合併企業、中外合作企業、外国独資企業である。

【図表 3】の④：Variable Interest Entity

VIE は当該企業を集団と切り離してみた場合、中国人投資家の資金提供を受けて国内で設立された普通の企業である。【図表 3】で示したように、③の資金提供者（株主）と④の当該企業は WFOE との間で幾つかの協約が結ばれることによって、普通の企業から集団の変動持分事業体（VIE）に変身する。すなわち、事業を営む実体に対して企業とは呼ばず、事業体と呼び、集団の連結対象として扱うことになる。1999 年から 2013 年までには、Alibaba 集団本部（杭州）や創業者馬氏との関わりを持っている会社は 10 社以上もあった¹²⁾。しかしながら、中国本土では、通信業やインターネット業務などは外国資本参入規制業種となっているため、本土企業は集団からの投資を受けることができないという厳しい現実があった。そこで、自然人である馬氏が投資者になり、【図表 4】で示した本土企業④の株主となったのである。その中の一部の企業は Alibaba 集団の VIE になった。

【図表 3】の⑤：WFOE と VIE 株主との間の各契約¹³⁾

・ Loan Agreement とは融資契約である。

外国独資企業（WFOE）②は③の馬氏などの自然人への無利息融資を行う。馬氏たちはその融資で④の VIE を創設する。資金の用途は VIE に限られ、第三者への譲渡をしてはならない。VIE も重要な資産、知的財産権などを含む事業を第三者に譲渡してはならない。このような仕組みによって、外国独資企業における規制業種への出資規制が回避されることになる。

・ Exclusive Call Option Agreement とはコールオプション契約である。

外国独資企業（WFOE）は馬氏たちに所有される VIE の株式を買い取る権利を有する。そもそも、外国投資家は中国の政府規制を回避するために、VIE スキームを利用しているのだが、規制解

除を備えて、VIE の株式を買い取ることによって直接投資を行うことが期待されている。しかし、「中華人民共和国外国投資法（草案意見募集稿）」が公表されたために、VIE への取り締まりが強化される傾向に転じたのである。

・ Proxy Agreement とは馬氏は WFOE が指名するものに対して VIE に係る権利行使を委任する契約である。

・ Equity Pledge Agreement とは株式担保契約である。

VIE 株主は WFOE からの借入にかかる担保として VIE 株式を供する。WFOE に VIE 株式の処分権限がある。株式担保契約は中国工商行政管理部門で登記を行った。

【図表 3】の⑥：WFOE と VIE との間の契約

・ Exclusive Technical Services Agreement とは包括技術支援契約である。

この契約に従えば、②の WFOE による技術支援の対価として、④の VIE は税引き前利益のほぼ全額を WFOE に支払うことになる。当該契約は VIE スキームの^{かなめ}要的な存在でありながら、最もリスクの高い契約とも言われている。2011 年に馬氏は Alibaba 集団の傘下に Alipay（アリペイ）という VIE を馬氏の個人所有にしたことで、VIE スキームから Alipay を独立させた“Alipay 事件”¹⁴⁾はその一例である。当事件は米ヤフーが米国証券取引委員会（SEC）に重要事項報告を行う際に世に知られることとなった。契約解除によって、Alibaba 集団は受益者の立場を失ったが、当然ながら、Alipay は 2014 年上場時には連結対象に含まれていなかった。現在の Alipay は馬氏の個人所有の企業として中国の大手金融機関 7 社¹⁵⁾とさまざまな業務連携しながらネット金融のサービス提供を行っている。

これまで、Alibaba 集団を例にして、集団と VIE スキームの内容を紹介しながら、連結会計で

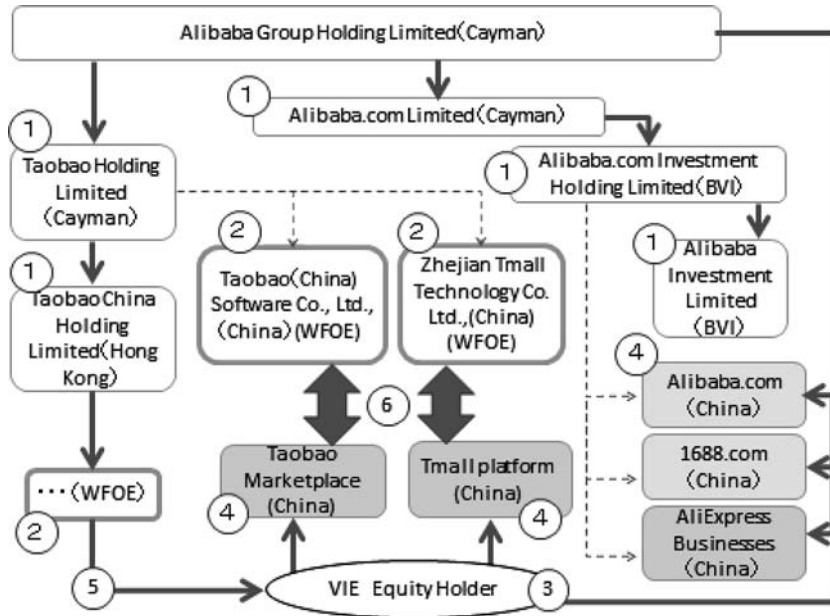
12) 方兴东、刘伟（2015）『阿里巴巴正传：我们与马云的“一步之遥”』江苏凤凰文艺出版社。pp.281-299 を参照。

13) Form F-1、pp.73-74 より抜粋。

14) 中国語：支付宝。日本では、当該事件は「アリペイ所有権事件」と呼ばれ、“孫正義社長は失望”との関連報道もあった。

15) 方兴东、刘伟（2015）、前掲書。pp.281-299 より。7つの銀行：中国工商银行、中国建设银行、中信銀行、中国交通銀行、興行銀行、国家開発銀行、民生銀行。

図表4 Alibaba 集団と VIE スキーム



出所：Alibaba 集団 Form F-1、pp.71-73 を参考に筆者作成。

用いる VIE が中国で外国独資企業との組み合わせによって、“海外迂回上場”及び“出資規制回避”という異色な役割を担っていることを明らかにした。この2点について、合法であるか違法であるか、現存する関連規制による判断は下せていない状態にある。しかし、2015年にこれまで VIE スキームを黙認してきた中国当局は VIE を取り巻く規制強化に動き出した。

IV VIE と外国投資法（草案意見募集稿）

VIE における間接的な規制と云えば、中国商務部が公表した「外国投資者による国内企業買収に対する安全審査制度の確立に関する通知」（2011年53号）がある。この通知によれば、前節で述べたような VIE スキームによる実質支配が存在するならば、外国投資者は買収安全審査対象になることが示唆されている。しかしながら、中国では、現存の外資系企業を規制する『中外合資経営

企業法』、『外資企業法』、『中外合作経営企業法』が改正されない限り、VIE スキームへの規制は曖昧のままであるしかない。

2015年1月に中国商務部が「中華人民共和國外国投資法（草案意見募集稿）」（以下、外国投資法草案）を公布した。外国投資法草案は11章170条から構成されている¹⁶⁾。第170条は「本法は20××年×月×日により施行する、と同時に『中外合資経営企業法』、『外資企業法』、『中外合作経営企業法』を廃止する」と記されている。すなわち、外国投資法は上記の外資3法の代わりに、外資系企業への規制緩和及び外国投資家の信用記録制度を導入しようとしている。VIE スキームにおける契約による実質支配の関連規定も新たに設けられた。ここでは、特に第2章外国投資者と外国投資を抜粋して紹介しておく。

外国投資者：第11条によれば、外国投資者とは中国国内で投資を行う下記の主体である：①中

16) 中華人民共和國外国投資法（草案意見募集稿）構成：第1章総則（第1条－第10条）、第2章外国投資者と外国投資（第11条－第19条）、第3章許可管理（第20条－第47条）、第4章国家安全審査（第48条－第74条）、第5章情報報告（第75条－第99条）、第6章投資促進（第100条－第110条）、第7章投資保護（第111条－第118条）、第8章訴訟協調処理（第119条－第125条）、第9章監督検査（第126条－第143条）、第10章法律責任（第144条－第152条）、第11章附則（第153条－第170条）。

国国籍を有しない自然人、②他の国或いは地域の法律に基づき設立された企業、③他の国或いは地域の政府及びその所属部門や機構、④国際組織。また、上記規定の主体が支配する国内企業は外国投資者と見なされる。

外国投資企業：第14条によれば、外国投資企業とは外国投資者から全部または一部の投資を受け、中国の法律に基づき設立された企業を指す。

外国投資：第15条によれば、外国投資とは外国投資者が直接または間接的に従事した下記のような活動を指す。①国内企業を設立する、②国内企業の株式、持分、財産割合分、議決権またはほかの類似権益、③上記の権益を所有している企業に一年以上の融資を提供する、④国内またはその他の中国資源管轄領域の自然資源探察、発掘の特許権の取得、または基礎施設建設、運営の特許権の取得、⑤国内土地の使用権、家屋所有権などの不動産権利、⑥契約、信託などの方式による国内企業の支配、または国内企業の権益の所有。また、国内企業の実質支配権は外国での取引により外国投資者に移転した場合には外国投資者による国内投資と見なす。

支配：第18条によれば、ある企業にとって下記条件の中で、ひとつを満たせば支配となる。

- (1) 直接または間接的に当該企業の株式、持分、財産割合分、議決権またはほかの類似権益の50%以上を持つこと。
- (2) 直接または間接的に当該企業の株式、持分、財産割合分、議決権またはほかの類似権益の50%に満たさないにもかかわらず、下記のひとつを満たせば支配となる①当該企業の取締役会又は準意思決定機構メンバーの半数以上の任命権を直接または間接的に有すること、②推薦される者が当該企業の取締役会又は準意思決定機構の半数以上の席を取得することが、確保する能力を有する。
- (3) 契約や信託等の方式を通じ、当該企業の経営、財務、人事あるいは技術などに決定的な影響が加えられる。

実質支配人：第19条によれば、実質支配人と

は直接または間接的に外国投資者、あるいは外国投資企業の自然人または企業を指す。

外国投資法草案は公布されてからすでに約2年間が経っているが、正規発効の目処が立たないままである。商務部は社会全体に向けて幅広く意見を募集し続けている。言うまでもなく、当該法案が採択されれば、外国投資家に支配されている国内企業も外国企業と見なされる。すなわち、VIEスキームにおける外国出資規制事業を行う国内企業は、外国独資企業(WFOE)に支配される外国企業と見なされ、規制事業の継続が難しくなっていく。強いて言えば、Alibaba 集団が抱えているVIEスキームは外国投資法に適用していないという明白な結論に辿り着く。これは当然ながら、VIEスキームの解体に繋がっていく。

V む す び

これまで、特別目的事業体(SPE)と変動持分事業体(VIE)における一般論の解釈、または、米国連結会計上のVIEに係る基準等を簡単に紹介した上で、Alibaba 集団を取り上げ、集団構造とVIEスキームの中身を分析した。中国では、VIEスキームは米国のような連結判定に用いられる概念よりも①中国本土出身企業の海外迂回市場と同時に②外国資本出資規制回避として利用されていることを明らかにした。

このような現象を引き起こした条件として、①米国のFIN 46 Rの存在と②中国国内規制の曖昧さがあると考えられる。米国では実質支配企業を変動持分事業体として受益者である企業に連結とすることによって、中国本土出身企業が海外にいなながら国内事業体の利益を吸い上げ、さらに米国市場で資金調達を行う。グローバル経済の一現象に見えるのだが、事業実体を持たない海外企業への投資を警戒する¹⁷⁾ようにと、米国の専門家や研究者からの米国投資者への呼びかけが聞こえるようになった。

当然のことながら、外国投資法草案はいずれ採

17) Steven Millward (2011.9.28)「変動持分事業体(VIEs)の取締りで中国企業が米国でのIPO機会を失う可能性 - 不安な外国投資家」。http://thebridge.jp 2011/09。

扱われるがゆえに、グレーゾーンにある VIE スキームも終焉を迎えるかと予測される。VIE スキーム解体の動きもすでに中国で見られており、それに伴って、新たな迂回策が世に出されると推測される。本研究を通じて、別稿で検討したい課題として①VIE スキームにおけるコーポレートガバナンスの実態、②VIE スキーム解体における課題も存在する。筆者が常に不思議に思うのは Alibaba 集団が中国の代表的な企業であるように言われることである。いつの日か、Alibaba 集団は正真正銘の中国企業の代表になって欲しいものである。

日本語参考文献

- 威知謙豪 (2015) 『特別目的事業体と連結会計基準』 同文館出版株式会社。
- 王利芬、李翔 (2015) 『アリババの野望』、角川書店。
- 奥村宏 (2002) 『エンロンの衝撃－株式会社の危機』、NTT 出版社。
- 紅旗出版社発行、高木美恵子訳 (2014) 『アリババ思想』、静岡新聞社。
- マイク・ブルースター著、片岡賛監訳、山内あゆ子訳 (2004) 『会計破綻－会計プロファッションの背信－』、税務経理協会
- 小林幹夫 (2012) 『中国三資企業の法律実務』、中央経済社。
- 平野嘉秋 (2015) 「証券化スキームにおける特別目的事業体 (SPE) の連結問題」、『商学研究』第 32 号。
- 太田珠美 (2014) 「なぜアリババの所在地はケイマン諸島なのか」大和総研 <http://www.dir.co.jp/library/column/20141028>
- 産経新聞 (2014/10/08) 「アリババ上場の光と影くすぶる経営の不透明… “マー帝国” の脆弱性」。

- 二階堂遼馬 (2014/09/28) 「世界最大規模の上場、アリババ隆盛は続くか」東洋経済 ONLINE <http://toyokeizai.net/articles/print/48655>
- 近藤公認会計士事務所 (2012) 「中国上場企業の問題」。<http://kondo.la.cocan.jp/usefull/chinese/taxation>
- 新日本有限責任監査法人 (2011) 「変動持分モデルを理解するためのクイック・ガイド、そして一般的に広く見受けられる 8 つの誤解」、『Technical Line』No.2011-19。
- 中国インターネット新聞 (2011) 「協議制御 (VIE) とは? 何故アリベイが!」。
- 中国インターネット事情 (2011) 「“支付宝” 問題 VIE 構造への不信が中国ネットバブルを揺さぶる?」。
- 秋葉賢一 (1999) 「連結会計における特別目的会社の取り扱い」『商事法務』(1522)、pp.27-32。

中国語参考文献

- 財政部会计准则委员会編 (2006) 『企业合并与合并会计报表』大连出版社。
- 方兴东、刘伟 (2015) 『阿里巴巴正传：我们与马云的“一步之遥”』江苏凤凰文艺出版社。
- 刘世英、彭征 (2014) 『世界第一：马云阿里帝国』南方出版社。
- 魏昕、石海娥 (2013) 『马云帝国内幕：全球最大电商企业成长秘籍』新世界出版社。
- 周俊宏編 (2012) 『阿里巴巴管理模式』浙江人民出版社。
- 任政和 (2010) 『阿里巴巴企业战略』海天出版社。
- VIE 架构拆除回归中的八大税务考虑 (2015-06-29) http://blog.sina.com.cn/s/blog_48ec76ef0102vswa.html
- 中国经营报 (2016/05/07) 外国投资法年内报全国人大 VIE 模式或将纳入监管 <http://finance.sina.com.cn/roll/2016-05-07/doc-ixfyhhi8474566.shtml>