

中国における上場会社の買収・合併の法制度および実務

中国証券監督管理委員会法律部処長 馮 鶴年
名古屋大学大学院法学研究科博士課程 羅 大斌(訳)

目 次

- 一 中国証券市場の概況
- 二 中国における買収・合併に関する主な法制度
- 三 近時における中国上場会社の買収・合併の実務

一 中国証券市場の概況

中国証券市場は1990年12月上海、深セン証券取引所の設立からはじまり、すでに10年が経過した。この10年間、中国の証券市場は大きく発展し、多くの国有企業は上場を果たした。このことは、国有企業における近代的企業制度の導入において、先導的な役割を果たしたのみならず、伝統的な産業構造の改善のために直接融資の道を開いた。2000年11月末までに、国内の証券市場における上場企業の総数は1,063社にのぼり、資金調達総額は4,846.1億元に達した。一方、国外で上場した企業が調達した資金の総額は、1,439.1億元(173.8億米ドル)、レッド・チップ(原語:紅籌股。訳者注:香港で上場した中国大陸関連の株式)の資金調達総額は3,158億元(381.4億米ドル)で、国内外の市場における資金調達の累積総額は9,443.2億元に達している。わが国の証券市場の規模とレベルは歴史的な飛躍を遂げており、現時点における株式市場の時価総額は4.6万億元でGDPの50%に相当し、投資者の口座数は5,600万件強となっている。また、証券市場の仲介機構も絶えずに成長しており、現時点では、証券企業は98社、証券営業部は2,600カ所以上に上っている。なお、機関投資家は相次いで登場している。これまで、すでに34本の証券投資基金が市場に参加し、運用資金の総額は550億元に達している。さらに、株式・基金・債券の発行や取引のペーパーレス化が実現している。しかも、上海、深センの証券交易所の取引・決済のネットワークは全国各地に広がり、必要な技術手段も世界先進レベルに達している。これと同時に、証券市場にかかわる法整備も急速に進んでいる。

1993年会社法(「公司法」)と、株式発行と取引の管理に関する暫定条例(「股票発行与交易管理暫行条例」)が相次いで公布され、両法は証券市場を規律する基本法規となっている。中国証券監督管理委員会はこれらの法規に基づいて一連の細則を制定し、企業の上場審査と、上場後の監督・管理に法的根拠を定めた。さらに、1998年12月29日第9次全人大第6回会議において、証券法が可決された。同法の成立は、投資家の保護と証券市場秩序の維持を図るうえで重要な意義をもっている。それは、わが国における証券市場の法整備と、市場の規範化が新たな段階に入ったことを示している。現在、わが国では、証券法を中心とし、証券市場にかかわる行政法規や通達等を内容とした証券市場の法体系は基本的に整った。

二 中国における買収・合併に関する主な法制度

企業の買収・合併は、今日に至るわが国の経済体制改革において最も注目される点の一つであり、わが国社会主義市場経済の発展、産業構造の調整、世界的な競争力ある経済主体の育成などの点において、企業の再編は必然的に要請されている。企業の買収・合併は、国有企業の再編と株式制の導入、およびわが国の資本市場の育成を促進するうえで重要な意義をもっている。

企業の再編は、広義には買収と合併との二つの内容を含んでいる。一般的に言えば、合併は、優勢に立つ企業が他の企業を吸収することを意味する。これに対して、買収は、ある企業が他の企業の支配権を獲得することを指す。証券法が登場するまで、わが国では、上場企業の買収・合併に関する法律は、主に会社法と、株式発行と取引の管理に関する暫定条例(「股票発行与交易管理暫行条例」、以下、条例と省略する)などがある。わが国の証券市場の特殊性から、これらの法規は、上場企業の買収・合併を規律するには力不足のようである。たとえば、上場企業の買収の実務からみれば、90%以上は協議買収の方式をとっており、一方、会社法と条例のなかでは、これに関して何の規定も設けられていないので、協議買収の方式は、法的根拠がないまま行われてきた。証券法第4章では、上場企業の買収について具体的な規定を設け、そのうち第78条において「上場企業の買収は、申込による買収または協議買収の方式を採用することができる」ことを規定し、これにより協議買収に対しては明確な法的根拠を提供した。証券法は、二つの買収方式の手続きについて規定し、しかもその過程で生じうるインサイダー取引や投機的な行為に対して厳しい規制を打ち出した。たとえば、情報公開義務の強化や、買収期限の明確化を通じて、上場企業の買収に関する規制を強化している。また、従来の法規と比較すると、証券法は上場企業の買

収に関する制限を緩和し、公開買付の主体・進度・手順などの点において大きな突破が見られる。

1. 個人は上場企業を買収できることになった。

条例では、如何なる個人も、上場企業の発行した普通株の0.5%以上をもってはならないと規定している。つまり、個人が公開買付を通じて上場企業の支配権を取得することは禁止される。ところが、証券法はこのような制限を課していない。そのため、個人は上場企業を買収することが可能になった。実際には、多くの個人投資家はすでに、上場企業を買収することを計画している。このことは、証券市場における公平性の原則を意味する。この原則は、個人投資家が積極的に株式市場に参加することにとっても、個人投資家の投資意識を育成することにとっても有意義である。

2. 公開買付の進度が速められることになった。

上場企業の株主全員に対して公開買付の申込を行うためには、投資者が当該会社の発行済み株式の30%を保有していることが前提となる。条例では、投資者は、上場会社の発行済み株式の5%以上を取得した場合、三日以内に届けなければならず、その後は、2%の増減ごとに三日以内に公告し、そして公告の日から2取引日以内には同株式を買い進めてはならないとされている。この規定に従えば、公開買付者が30%を買い付けるには、少なくとも39の取引日が必要となる。証券法は増減比率を5%に高め、これによって、公開買付のペースが速められることになり、30%を取得する場合は、16の取引日だけで可能となる。これによって、証券取引所における公開買付のコストが大幅に減ることになる。しかも、証券法においては、証券監督管理委員会の許可があれば、公開買付の申込を免除できる、との条文も設けられており、これは公開買付者に柔軟な選択余地を与え、公開買付の成功率を大きく高めた。

3. 協議買収は依然として主流であるが、流通市場の材料は次第に活発になりつつある。

わが国の特殊な事情から、上場会社の多くは従来の大型および中型国有企業から変身してきたものである。これら会社の場合は、国有資産の比率がかなり高く、また、法人による出資もあるが、個人による出資の比率は低い。国有株と法人株の占める比率が不安定になることを防ぐために、わが国では、これら株式の流通を未だに認めていない。したがって、わが国の上場会社の株式構成には流通できる株式と流通できない株式がある。国有株と法人株はその後者にあたり、株式市場での取引は禁止されている。流通できない株式については、通常は協議買収の方式しかとれない。1998年末までに、発行済み株式総数のなかで流通できる株式が50%以上を占める上場企業は64社のみであり、上場企業総数の7.5%しか占めていない。しかも、流通できる株式の価格は、流通できない株式のそれよりはるかに高い。これらの要素によって、流通市場での公開買付は制

限され、協議買収は将来にわたっても上場企業買収の主要方式となっているのである。流通市場での買収については、証券法が成立するまで、上海にある5社の「三無概念」(訳者注:法人株無し、国有株無し、外資株無し)の上場企業の買収しか行われていなかった。証券法は買収に関する制限を緩和したため、一番の大株主の支配的地位、すなわち相対的な支配地位(すなわち持ち株比率50%)は相対的であるので、上場企業は買収される圧力に直面することになり、流通市場における買収と反対的買収の材料は活発になってきている。

三 近時における中国上場会社の買収・合併の実務

買収と合併は、企業の再編成や、グレード・アップのための重要なルートである。経済の分野で最も活発な領域として、近時、中国の上場企業間では買収・合併の事例が多発している。一部の上場企業は相次いで買収や合併、株式参加、株式交換などの方式を利用してハイテク領域に進出している。統計によると、1997年から2000年後半までの間、中国では、200社以上の上場企業が、その主な事業の全部または一部を移転している。これら会社の事業の移転は、新株発行のほか、その多くは買収と合併の形で行われたのが多いという。たとえば、托普ソフト社は旋盤製造を伝統的な業務とした川長征社を、科利華社は阿城鋼鉄社を、それぞれ公開買付の方法で買収した。買収または合併の方式を通じて、多くの上場企業は相次いで伝統的な販売や紡織などの業種からハイテク産業に参入している。

1. 買収と合併による企業再編の主体からみると、実力があり、業績良好である大型国有企業は依然として上場企業の買収と合併の主力である。しかし、無視できない一つの現象は、民営経済の上昇によって、とりわけ、多くの展望の明るい民営企業が買収と合併の舞台に登場し始め、資本取引を活用していることである。

現段階では、国有経済は依然と中国経済のなかで主導的地位を占めており、これは、財産権の再編と資産の組み替えにおける決定的な要因となっている。したがって、国有企業はいうまでもなく買収と合併の主力となり、国有企業改革をサポートする証券市場も全く同じ特徴を有している。しかし、経済体制改革の進化と、集団・個人・合併企業などを含む中国民営経済の急速な発展によって、従来、国有企業が買収と合併による企業再編を独占する局面は、変化しはじめている。民営企業による、上場企業の「殻」を借りた形での上場は、中国の非公有制経済が大きく発展した必然的な結果である。しかしながら、国家産業政策や、株式市場の拡大が制約されている

ことなど、多様な要因により、民間企業が上場の枠を取得して、株式を発行し、そして株式を上場させるチャンスは限られている。そこで、現状のもとで、上場企業の「殻」を買うという方法、すなわち、国有株、法人株を譲り受け、できる限り低い費用で上場企業の株式を買い付けるという方法で上場することは、民間企業にとって最良の選択となっている。

民間企業が買収または合併の方式で上場企業を支配することについて、その意義は、買収・合併自体には限らない。このような現象の一層の発展は、証券市場に積極的な影響を与えるであろう。それはまず第一に、現段階における国有株の絶対的な優位を徐々に変えていき、証券市場に新鮮な血液を注入し、中国経済において最も活発な部分になることである。第二に、証券市場の有する資源配分の機能を最大限に発揮することによって、未だに解決されていない国有株と法人株というストック資産を活性化させ、優良資産との置換を実現させることである。第三に、それは、民間企業の経営メカニズムを導入し、民間企業の模範的效果を通じて、現在の上場企業の経営体質の転換と市場化を加速することである。

2. 買収と合併による企業再編は、現存の上場企業の業種分布を調整し、産業構造の更新やグレード・アップを促すための有効な手段である。

現在、わが国の産業構造の非合理性は経済高度成長を制約する主要な原因となっている。具体的には、ハイテク製品の限られた供給能力、多くの業種における低い製品差別化率、単一の品種と品質の偏りなどがあげられる。これらの原因によって、供給構造は高級化という市場のニーズにマッチせず、多くの産業は過度競争の局面に陥っている。現在、国有企業改革は産業の構造再編と密接に関わっており、証券市場は国民経済の「晴雨計」として、証券市場はこの傾向を鮮明にあらわしている。現在の上場企業の買収と合併は、現存企業の再編やグレード・アップのための重要な手段となっている。そこには三つの方式が含まれている。

(1) 主業務転換型。これは、上場企業が買収と合併による再編を通じて、主な営業内容を転換させる方式である。この方式では、上場企業は、徐々にもとの業種から退出し、新たな事業分野に参入する。具体的な例として、上場企業の「殻」を借りて上場した企業は、自らの優良資産を以前の劣等資産とを置き換え、業種の転換を図る。

(2) 主業務拡張型。これは、上場企業が同じ業種の会社を買収したり、吸収合併したりすることによって、規模の経済と優位互恵を実現し、主業務を強化し、リスクへの抵抗能力を高めることを指している。

(3) 多元的経営型。上場企業が株式参加を通じて、業種を超えて買収と合併を行ない、多元的な経営を行い、単一事業のリスクを分散させる。

上場企業の再編における業種の調整からみると、主業務の転換と多角的な経営を実現した企業の多くは、先端の技術を有し、付加価値が高く、知識集約型、資本集約型などといったハイテク産業、すなわち、電子通信、新素材、バイオロジー、精密化学機械工業およびそれと関連するインフラ産業を新たに選択している。これらの分野は知的産業の中核部分であり、21世紀における、最も競争力をもつ業界であり、政府の重点保護育成対象でもある。率先してこの業界へ進出することは将来の発展への基盤づくりでもある。一方で、不動産、公共事業は経済成長を促進する役割を果たすため、これらの業種は長期間にわたって国民経済を支える支柱産業であり、上場企業とも近い関係にある。

要するに、上場企業は買収と合併を通じて産業構造の調整と再編成の先頭に立っており、国有企業改革と経済構造の調整のために良い模範を示している。その積極的な意義は無視できない。

3. 買収・合併における関連取引の色彩が濃厚であり、これは、資源配分の市場化の程度を低下させ、買収・合併の長期的成長には不利である。

関連取引は、親会社・子会社、合併企業、聯営企業などの間における資源あるいは債務の移転を意味する。それは企業組織形態と株式制度の発展によって登場するようになった。わが国において、多くの企業が上場する際、いわゆる「剥離上場」という方式を採用している。つまり、現存の企業がまず会社を設立し、自らの中核事業を受け継がせる。新設の会社は株式市場に上場する。結果として、上場企業と母体企業、各関連企業の間における様々な関連取引の発生は避けられない。

関連取引による企業再編は一種の取引行為である。近代的企業制度が未だに完備していない段階において、とりわけ上場できる枠がごく少ないという背景のもとで、この方式の企業再編は一定の意義を有している。再編のための費用が低下することがまず期待できる。しかも、連結の機能が存分に発揮できることが予想される。つまり、企業集団が上場会社を資金調達のトンネルとして活用し、母体企業の発展を推し進める。同時に、新株発行または株式配当の形で企業集団の優良資産を上場会社に注入し、上場会社の基盤を強化させる。このことは、母体企業にとっても上場会社にとっても望ましい。しかしながら、資産評価システムが完備していない現状では、関連取引が濫用されるとすれば、公平性の原則が害されることになりかねない。この方法は、一部の企業が不当な利益を獲得するといった特別な目的を達成するために利用される危険性が高い。

現段階においては、買収・合併による上場会社の事業再編の多くは、親会社の支持のもとで行われている。しかも、端的にいえば、そのうちほとんどは関連企業のなかで（たとえば、親会社と孫会社を相手に）進められるため、関連取引を避けることができない。しかも、上場会社の、

上場の「殻」という資源を強固なものにするために、親会社は、しばしば自らの優良資産または持ち株を低価格で上場会社に譲渡し、一方で、その対価については、会計処理を直ちに行わない。上場会社に対しては、現金の支出を伴わないで収益の高い、新しい資源を獲得させるのがそのねらいである。

客観的に見れば、この方式の企業再編においては、大株主が関連取引を通じて上場会社に対し新しい血液を注入するなどといった努力と、それがもたらした短期的な効果は、一定の評価を与えられるべきである。しかしながら、長期的視点から見れば明らかなように、この方式は企業再編のあり方、すなわち、社会資源の効率的な配分という目的には合致しない。しかも、関連取引においては、セクショナリズムやインサイダー取引などの弊害が発生することや、利益最大化の原則に則した資産の流動性が損なわれることになりかねない。一方で、上場会社は関連取引を頼りにし、さらに企業再編を資本ゲームとみなしてしまう。これは、上場会社が積極的に業績を持ち直そうとする、という効果をもたらすことができない。

4. 買収・合併等の企業再編の多様化

1997年末以来、わが国では、上場会社の再編成の増加とともに、買収・合併の方式が多様化してきている。伝統的な流通市場における公開買付、協議による国有株・法人株（国有法人株、一般法人株）の買付、企業資産の買収などの方式に加えて、以下のような方式の企業再編が登場している。

(1) 協議を通じて、分散している法人株を譲り受けたり、または、それとともに国有株を譲り受けたりすることによって、上場会社の支配権を獲得する方式

協議による買収において、公開買付者が、持ち株が相当集中している会社を買収の標的にするのが一般的である。この場合は、交渉の回数とその困難性、および不確実性という要因による障害を緩和でき、交渉が成功しやすくなるからである。しかしながら、様々な原因により、中国多くの上場会社の株主の構成は、次のようになっている。上場に際して、大株主が一人存在する一方、小口の法人株主（発起設立の場合の発起人、募集設立の場合の一般株主を含む）は散在している。会社の経営方針、業務運営においては、小口の法人株主の発言権が限られており、しかも現状では、上場会社の法人株は流通できる市場がなく、配当も極僅かである。それゆえに、これら小口の法人株主は、持ち株を譲渡する意欲が高い。これは、分散している法人株を買い付けるための環境を生み出している。したがって、公開買付者は、一部の国有株と、一部の、分散した法人株を譲り受けることを通じて、上場会社の支配権を移転させることができる。実際、多くの会社は、すでにこの方法で対象会社の支配権を獲得した。

この方式での買収においては、一つ大きなリスクが存在することも考えられる。すなわち、既存の大株主が公開買付を阻止したり、または、複数の公開買付者があらわれたりする場合には、株式の獲得競争が起きることになる。対象会社の経営に影響が生じ、市場における対象会社の株価が激しく変動することになりかねない。上場会社のなかで、このようなケースがすでに出ており、したがって、企業再編にかかわる各当事者は、実務にて対応するにあたり、問題の発生を回避しなければならない。

(2) 上場会社の既存の支配株主が持ち株を他の会社に出資し、上場会社の支配権を移転させる方式

公開買付者と、対象会社の既存の大株主とが友好に協議を結び、対象会社の支配権を移転させるケースもある。このような買収において、公開買付者と、対象会社の既存の大株主とが共同で有限責任会社を設立する。公開買付者は現金と財産を出資し、対象会社の既存の大株主がその持ち株を出資する。新設の有限責任会社においては、公開買付者は大株主となり、対象会社の既存の大株主はそれに次ぐ。これによって、間接的にはあるが、公開買付者は対象会社の支配権を取得することができる。しかも、巨額の資金の支出が避けられ、この貴重な資金を、対象会社の将来の発展のために利用することができる。この方式の買収の利点は明らかである。買収されたほうの立場から考えれば、会社の株主構成には本質的な変化が生じていないため、会社の経営に与える影響は小さい。しかも、対象会社の元の大株主の立場からすれば、対象会社を支配する権利を失ったわけではなく、公開買付者と共同で双方の長所を生かして対象会社を発展させるのみである。一方で、このような買収では、対象会社の株主構成や会社の管理体制に与える衝撃が小さいため、対象会社における公開買付者の影響力が弱い。公開買付者と、対象会社の元大株主の協力関係がうまくいかないとすれば、再編の効果が限定的になり、いわゆる隔靴搔痒のようなものにすぎない。しかしながら、この方式を採用する場合、投入資金が比較的少なく、互いに譲り合う環境が作りやすい。しかも、わが国の現状からみれば、多くの公開買付者には資金不足の事情があり、一方、買収される側には企業再編の衝撃を危惧する事情がある。そのため、今後の買収においては、この方式の利用が増加することが予想される。

(3) 吸収合併

中国の会社法のなかで、新設合併と吸収合併に関する規定が設けられている。しかしながら、この二つの方式のいずれを実行しても、会社の発行済株式には変更がある。一方、わが国では、上場会社の新株発行と株式交換が厳しく規制されている。そのため、長い間、合併の方法は上場会社の間においては採用されていなかった。1998年末、2社の上場会社は、コストの削減をはか

るため、吸収合併の方法を利用し企業再編を行うことを試みた。この試みは、わが国の企業再編の内容を豊かにした。合併の各当事者からみれば、吸収合併については、以下のメリットがあげられる。

合併においては、直接の現金支出が伴わず、合併に必要な費用の削減が期待できる。

消滅会社は低い費用で証券市場に進出することができる。資本市場の効用を生かして、会社の知名度や、資金調達の高め、会社のさらなる発展のための基礎を築き上げる。

株主構成の改善、安定株主の拡大が期待できる。

上場しようとする会社が多いが、上場できる枠が限られている、という問題が部分的にはあるが緩和することができる。

吸収合併が以上の利点を持つことから、上場会社、非上場会社の多くは、この方式を採用して、株主構成の調整、資源配分の改善を図ってきている。主管機関も、地方政府も、この方式による企業再編を支持、肯定すべきである。

(4) 資産全体の置換による企業再編

現状では、多くの上場会社は、資産置換の方式で会社資産の質的な向上を図ってきている。とりわけ、赤字企業と赤字寸前の企業の多くは、この方式での資産組み替えに惚れ込んでいる。わが国の証券法規の規定によれば、上場会社が主な業務内容を変更しようとする場合、中国証券監督管理委員会の許可、および株主総会の決議が必要とされる。しかし、この方式による資産の置換はすべての株主の利益になるため、このような提案は総会で確実に承認される。しかも、上場会社の質的な向上をはかること、地域または業種の上場枠を充分に利用すること、投資者利益を保護すること、市場の信頼を回復させることから、主管機関と地方政府も、この方式での企業再編を常に後押ししている。この二つの理由から、資産全体の置換による企業再編が頻繁に行われ、投資者、上場会社、地方政府など、証券市場の各関係方面から歓迎されている。

資産全体の置き換えにおいては、上場会社はほかの会社（上場会社の一位の法人株主、またはその関連企業）を相手に、資産の取引を行う。上場会社は収益の悪い資産を割引価格で売り、そして相当額の優良資産を購入する。このような置換によって、業績の悪い上場会社は新しい生命力を有することになり、再スタートすることができる。この方式での企業再編は実質的には、新しい会社が新たに上場することを意味する。これによって、形式上の連続性は一応保たれたことになる。また、この方式による企業再編は社会全体の生産性の向上にはほとんど貢献せず、その唯一の効果は、上場会社の、上場の「殻」が充分に活用され、一部の投資者の短期的な利益が保護されるということである。しかも、これは、証券市場の投機的な行為を助長することになりか

ねないといわざるを得ない。つまり、投資者は自らの投資分析能力を高めず、政府が業績不振の上場会社を救うであろうと盲目的に信じる。まさにこのような事情によって、わが国の証券市場においては、業績不振の会社の株を狂気染みたように取引する、という不正な現象がしばしば起きる。したがって、長期的視点からみれば、この方式での企業再編は、証券市場に与える弊害が大きいと、奨励されるべきではない。ただし、現状では、多くの上場会社はこの方法に頼っているため、短期的には、この方法が引き続き採用されることが予想される。

要するに、上場会社の買収・合併の実務からみれば、わが国の証券法と会社法には、多くの問題点がある。現行の証券法と会社法は買収・合併の準拠法ではあるが、本質的には、この二つの法律には改革すべき点が多い。たとえば、条文自体は抽象的なものにとどまり、運用し難い。現在、中国証券監督管理委員会は、「上場会社の買収に関する暫定規定」の起草作業に取り組んでおり、入札方式の買収、一般の買収、協議方式の買収などにつき具体的な規定を設けて、証券法と会社法の不足を補うことにしている。