

<資 料>

日本と中国におけるM&Aの 現状について

広島修道大学日中商事法研究会

鈴木 正彦

徐 洁

黄 巧琳

この研究会報告は、大学院における授業の成果である。すなわち、2006年度後期において、M&Aをテーマとして行った大学院での授業に客員研究員として本学に留学されていた中国重慶西南政法大学の徐 洁先生が参加され、日本のM&A法制に大いに興味をもたれたことから、それならばいっそうのこと日本と中国のM&A事情を書いてみてはどうかということになり、急遽、日中商事法研究会を立ち上げて、その成果を修道法学に掲載することとしたものである。

徐先生は、中国重慶西南政法大学教授で、民法・商法を専門とされている新進気鋭の研究者であり、2006年10月から2007年10月まで広島修道大学に客員教員として来日され、上述のように来日期間中、大学院の授業に参加し、M&Aについて検討を重ね、ご帰国後、その成果を中国のM&Aに関する現状についての論文としてまとめられた。このような事情から修道法学への掲載にあたっては「論説」とするのが適切かとも考えたが、当初の予定通り日中商事法研究会の成果として、またこれまでの慣例により「資料」として掲載する次第である。

日本においてはM&Aの利用件数は、1999年に1,000件を超えて以来、増加を続け、2007年は2,696件に達している。また、2005年の「会社法」制定によって、いっそうM&Aが容易になったことにより、M&Aは会社経営

によって、いっそうM&Aが容易になったことにより、M&Aは会社経営者にとって通常の経営判断の対象となっている。その一方で、少数株主等の利益侵害が疑われるケースも多く報告されるようになってきた。これがM&Aを本研究会のテーマとした理由であった。

中国においても、2006年1月に新会社法・新証券法が施行された。今回の中国会社法・証券法の改正は、中国が本格的に市場経済へと歩を進めるにあたって、重要な内容を含むものとなっている。徐先生の報告にあるように中国におけるM&A件数も増加しつつある。徐先生の報告は、中国におけるM&Aに対する法整備の成り立ちがよく分る優れたものである。

今回の研究会報告ではまず第I報告として徐先生から送られてきた論文を原文(中国語)のまま掲載すると共に、中国のM&A事情を広く知っていただくという趣旨から、参考として翻訳を試みた。翻訳には現在本学大学院法学研究科修士課程に在学中の黄巧琳さんに尽力していただいた。中国法の概念の日本語への翻訳にあたり、その用語法については下記の文献を参考にした。ただし、思わぬ誤訳があるとすればすべて責任は私にある。また第II報告として日本におけるM&A法制を紹介した。

中国経済の発展に伴って、日本と中国との間の経済活動はますます密接になってきている。本稿が日中のM&A事情の相互理解に何ほどかの貢献ができれば幸いである。また、この研究会報告を契機として、今後も適切なテーマを設けて、日中の法制度・法状況について報告していきたいと考えている。

翻訳にあたり中国会社法・証券法について次の文献を参考にした。

- ・ 射手矢好雄・布井千博・周劍龍 著 『改正中国法・証券法』商事法務 2006年4月
- ・ 裘索 著 『中国の会社法』中央経済社 2007年12月
- ・ 野村資本市場研究会編 『中国証券市場大全』日本経済新聞出版社 2007年12月

(文責 鈴木正彦)

〔第 I 報告〕

中国公司并购制度的现状

徐

洁

一、概 述

1 中国关于并购的含义

受国外经济与法律理论的影响，中国法律界接受了 Mergers & Acquisitions (M & A) 的理论，并以中文“并购”一词来表达它的意思，认为并购就是企业兼并和企业收购。但在实务界，并购则通常被视为企业合并，股权收购，资产收购三种行为的总称。

合并是指两个或两个以上公司订立合并协议，依《公司法》的规定直接结合为一个公司的法律行为，合并后，被合并公司的法人地位消灭。股权收购是指一公司出资购买他公司的股权以期取得他公司的控制权的活动，他公司被收购后，其法人地位并不消灭，资产，债权，债务由他公司继续享有和承担。资产收购则是指一家公司出资购买他公司的全部或部分资产的行为，他公司的债权，债务不发生变化，但收购公司取得买入的资产。

2 M & A 的历史发展与现状

中国从1980年开始的经济体制改革迄今为止还不足30年，M & A 的起步则更晚一些。据查，最早的企业并购案1984年发生在河北保定市，当时保定纺织机械厂以承担被合并方全部债权债务的方式，兼并了保定市针织器材厂，开创了中国企业并购的先河。自此以后，中国陆续有了一些并购事件出现。

上世纪90年代初，证券市场在中国兴起之后，上市公司并购事件开始出现，到1998年上市公司的并购逐渐增多。2002年全国上市公司并购56件，2003年129件，2004年126件，2006年117件。非上市公司的并购也在逐年增长，尤其

随着中国成为 WTO（国际关贸总协议）成员国后，外资并购中国企业事件频频发生，规模也不断扩大，根据联合国贸易与发展会议《世界投资报告》统计，外资并购中国境内企业2000年为22.5亿美元，2004年升至67.6亿美元。

2005年中国新公司法放宽了公司投资的限制，这也可能成为企业并购加剧的因素。中国旧公司法规定，公司向其它公司投资不得超过公司净资产的50%，而新公司法取消了这一限制，这意味着公司参与并购的能力有所增强。可以预见，今后企业并购的数量将会进一步增长。

3 中国企业并购的重心

中国经济体制的迅速转变以及经济的迅速发展，催生了具有强烈中国特征的企业并购法制。早期的企业并购活动是在政府主导下进行的，缺乏商业运作的基础，政府为了盘活国有资产，对国营企业进行改制，采取“抓大放小”的政策，将大型的国营企业改造成股份有限公司，对中型企业实行企业重组（即将几个企业合并为一个企业以达到整合资产的目的），将小型企业出卖给私人或外资。因此出现了大量并购情形。由于这些并购行为多数都是政府政策指导下进行，而不是基于商业原因出现的，所以这些并购没有对法律提出更多的要求，这就是现行公司法对于并购的规定十分简单的原因。现行公司法不但缺少股权交换，股份转移等诸多并购形式的规范，而且关于公司合并、分立的规定也过于简单，对合并、分立的当事人及股东的权利义务都没有规定。

随着中国从计划体制向市场体制的转轨，并购也逐渐从政策性并购向商业性并购转化。中国的并购制度的重点主要集中以下几个方面：一是对上市公司并购的法制。由于上市公司可以通过证券市场向公众融资，而企业取得上市的资格又特别困难，所以取得上市公司股权并进而获得对上市公司的控制权就成了热点。这就迫使在上市公司并购方面的法制必须完善。二是对国有企业并购的法制。早期国有企业并购是政府推动的行为，由于没有健全的法制作为保障，国有资产大量流失。三是外资并购国内企业的法制。中国政府一直奉行对外开放政策，积极引进外资，但过度的外资并购造成外资对许多

行业形成了垄断或者渗透到一些关系国家经济整体安全的行业，因此建立合理的外资并购国内企业制度也成为相当重要的一个问题。中国政府也正在从运用政策解决外资并购向运用法律的方向转变。

二、国内M&A的法制

1 现行公司法上的M&A

中国现行公司法于1993年颁布，曾经历了两次修改，2005年的公司法修改是第二次修改。（以下将1993年公司法称为旧公司法，2005年公司法称为新公司法）新公司法对旧公司法作了重大的修改，据粗略统计，旧公司法原有230个条文，2005年修改时增，删，改条文总数达224条，其中删除条文达46条，新增条文41条，修改条文137条，没有任何改动的条文所占比例不到原公司法条文总数10%。

公司法的修改旨在扩充公司自治，同时加强对中小股东权益的保护。因此，修改的内容主要集中在资本制度和公司治理两大领域。而对公司组织制度的修改相对较小，有关组织变更方面的微小改变，也只是由于其它内容的改变使然。

(1) 股权的转让（让渡）

中国公司法规定了有限责任公司和股份有限公司两种形式。对两种公司形式的股权转让适用不同的规则。

A 有限责任公司的股东股权转让

新旧公司法均允许股东之间相互自由转让股份，但对于股东向股东以外的人转让股权则作了一些限制。旧公司法规定股东向股东以外的人转让股权，必须经全体股东过半数同意；不同意转让的股东应当购买该转让的股权，不购买的，视为同意转让（旧法第35条）。新公司为了防止其它股东拖延答复时间，在原有规定基础上增加了“股东就股权转让事项书面通知其它股东，其它股东在接到通知之日起三十日内未答复的，视为同意转让”的规定（新法第72条），更有利于股权转让的实现。

B 股份有限公司的股权转让

股份有限公司的股东原则上可以自由地转让自己所持有的股份，为了避免股票投机和 Company 安全，公司法对股份有限公司的发起人，持有公司股份的董事，监事，高级管理人员转让公司股份作了特别的限制。旧公司法规定，发起人持有的本公司股权，自公司成立之日起三年内不得转让；公司董事，监事，经理在其任职期间内都不能转让股票（旧法第147条）。新公司法放宽了时间限制，规定发起人转让股权的时限从三年减为一年；公司董事，监事，高级管理人员被允许在其任期内转让所持有的股份，只是在任职期间每年转让股份额度不得超过其所持有该公司股份总数的百分之二十五。此外，公司董事，监事，高级管理人员在离职后半年内，不能转让其所持有的该公司股份。

如果股份有限公司成立以后，获准在证券交易所上市交易，公司的发起人，董事，监事，高级管理人员在该公司股票上市交易之日起一年内转让其所持有的该公司的股票也是不允许的。（新法第142条）

(2) 合并

A 概况

根据新公司法规定，公司合并有吸收合并和新设合并两种形式，（新法第173条）公司合并之后，合并各方的债权，债务由合并后存续公司或者新设公司承担，（新法第175条）所以合并不必经过对外清算程序。

新公司法和旧公司法一样，没有对公司合并的对价作出规定。因此，根据契约自由原则，合并的对价是没有特定限制的，换言之，合并的对价既可以是存续公司的股份，也可以是金钱，还可以是与消灭公司的财产价值相当的其它财产，甚至是存续公司的母公司的股份。可见，新公司法没有禁止三角合并。

此外，对消灭公司的债务超过其实有资产的情况，法律也没有禁止。

B 合并程序

公司合并的程序，由新公司法第174条规定，吸收合并与新设合并的程序相同。

鈴木・徐・黄：日本と中国におけるM&Aの現状について

- a. 签订合并协议。合并各方的董事会各自制订公司合并的方案，（新法第47条）随后由各公司代表就合并条件达成一致意思并缔结合并契约。通常，为保护股东的利益，合并合同应当记载若干的法定事项，但是中国公司法中没有关于合并契约的法定记载事项的规定，所以合并契约的内容与记载事项，只能依据1999年合同法第12条规定的合同必备条款作要求，由于缺乏强制性规定，合并协议内容的自由度很大。
- b. 编制资产负债表及财产清单由合并各方分别编制。
- c. 公司合并的决议

在中国公司法上，作出公司合并决议的公司权力机构因公司形式不同而不同。有限责任公司的合并由股东会表决，（新法第38条）股份有限公司的合并由股东大会表决，（新法第104条）国有独资公司的合并由国有资产管理机构决定，其中，重要的国有独资公司的合并，由国有资产管理机构审核后，报本级人民政府批准。（新法第67条）

合并决议的程序也因公司形式不同而有所差异。有限责任公司的股东会对公司合并作出决议，必须经过代表三分之二以上表决权的股东通过，（新法第44条）股份有限公司的股东大会对公司合并作出决议，必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。（新法第104条）

为了保护中小股东利益，新公司法赋予了异议股东（对合并事项决议时投反对票的股东）股权收买请求权。

- d. 债权人保护程序

新公司法要求合并各方在作出合并决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在报纸上公告合并决议。而债权人有权自接到通知书之日起三十日内，未接到通知书的自公告之日起四十五日内，要求公司清偿债务或者提供相应的担保。（新法第178条）但是债权人的请求不具有阻止公司合并的效力。

- e. 登记。根据新修改的《公司登记管理条例》规定，无论吸收合并中的存续公司和新设公司申请登记，都应当在合并的各公司公告决议之

日起四十五日之后方能进行。办理公司登记后，公司合并完成。

(3) 公司分立

公司分立是公司在组织上的分裂，公司分立前的债务由分立后的公司承担连带责任。（新法第177条）公司分立的程序与公司合并大致相同，董事会制订公司分立方案，编制资产负债表及财产清单，召开股东大会作出决议，将分立决议通知债权人并及时公告。所不同者，分立前的公司债权人没有对公司的提前清偿债务和提供担保的请求权。对分立有异议的股东享有股权收买请求权。

(4) 受让，转让重大财产

有限责任公司和未上市的股份有限公司关于受让，转让重大财产，公司法没有规定决议机关，授权由公司章程规定。（新法第105条）上市公司在一年内如果购买，出售重大资产超过公司资产总额百分之三十的，应当由股东大会作出决议，并经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。（新法第122条）对股东会或者股东大会所作决议，异议股东享有股权收买请求权。

2 对上市公司的并购

(1) 概况

在中国，对上市公司的股份并购被称为“上市公司收购”，对其进行规范的现行法律法规主要有：2006年1月实行的新《证券法》和同年9月实行的《上市公司收购管理办法》。

(2) 上市公司收购的形式

A 要约收购与协议收购

中国的新《证券法》允许投资者采用要约收购，协议收购及其它合法方式收购上市公司（第85条）。根据该法，要约收购是指收购人通过公开向目标公司的所有股东发出要约，收购其持有的股权，从而达到控制目标公司目的的行为。协议收购则是指收购人通过与目标公司的个别股东协商达成股权转让协议，从而取得上市公司股权的行为。

要约收购只能通过证券交易所进行，具有较强的公开性；协议收购则

可以在证券交易所以外通过协议方式进行。

由于要约收购是通过向目标公司全体股东发出要约的方式来进行的，无须征得目标公司管理层的同意，因此可能成为敌意收购的方式，而协议收购由于是通过收购人与目标公司的控股股东协商一致的合同来进行的，因此通常是善意收购采用的方式。

B 间接收购

间接收购是中国《上市公司收购管理办法》第五章规定的上市公司收购形式，它是对《证券法》第85条规定的上市公司收购的“其它合法方式”的具体化。根据该“管理办法”，间接收购是指收购人不直接收购作为目标公司的上市公司，而是通过股权收购或投资关系，协议等方式，获取上市公司的母公司或控股股东的控制权，从而达到间接控制上市公司的目的的行为。

(3) 关于收购人的定义

从一般意义上讲，收购人是购买上市公司股权的人，但是收购人与一般投资者不同，他的目的是希望通过购买股权等方式取得上市公司的控制权，因此，收购人不限于购买上市公司股权的人，还包括采用其它方式取得上市公司控制权的人，并且通过与其它人联合方式也可能成为达到控制上市公司的目的。基于这样的认识，中国《上市公司收购管理办法》第5条第2款规定，收购人包括投资者及其一致行动人。该办法第83条进一步界定了“一致行动”，是指投资者通过协议，其它安排，与其它投资者共同扩大其所能支配的一个上市公司股份表决权数量的行动或事实。而在上市公司的收购及相关股份权益变动活动中有上述情形的投资者，互为一致行动人。该法还列举了将投资者推定为一致行动人的十二种情形，诸如，投资者之间有股权控制关系；投资者受同一主体控制；投资者之间存在合伙，合作，联营等其它经济利益关系；等等。与过去的法律相比，收购人的范围被扩大了，对收购人的界定更加地实质化。

(4) 收购人所持股权的计算

计算的原则：

A 收购人所持有的目标公司的股权数量, 不仅包括登记在其名下的股权, 而且应当包括登记在其一致行动人名下的股权。

B 股权的计算, 不仅包括投资者及一致行动人通过直接方式取得的股权, 还包括他们通过间接收购取得的可支配表决权的股权。

(5) 信息披露制度

为了避免内幕交易, 损害其它投资者和目标公司的利益, 规定投资者及其一致行动人承担信息披露义务是必不可少的。在上市公司收购中, 信息披露依据持股比例分阶段进行, 分为两个阶段:

A 持股 5 % 的初始披露

投资者及其一致行动人持有的股权达到一个上市公司已发行股权的 5 % 时, 或者通过协议转让方式, 投资者及其一致行动人在一个上市公司中持有的股权拟达到或者超过一个上市公司已发行股权的 5 % 时, 披露义务人就必须履行以下的信息披露义务:

- a 事实发生起 3 日内编制权益报告书, 向中国证监会, 证券交易所提交书面报告;
- b 将该权益变动书抄报该上市公司所在地的中国证监会派出机构;
- c 将持股情况通知该上市公司;
- d 公告持股情况及相关内容;
- e 暂停买卖该上市公司的股票。

B 持股变动持续披露

投资者及其一致行动人持有的股权达到一个上市公司已发行股权的 5 % 后, 其持有的股权占该上市公司已发行的股权比例每增加或减少 5 %, 都必须进行信息披露。

(6) 强制的要约收购

投资者及一致行动人共同持有有一个上市公司已发行的股份达到 30 % 时, 继续进行收购的, 必须依法向该上市公司所有股东发出收购上市公司全部或部分股份的要约。(证券法第 88 条)

(7) 上市公司收购的支付方式

证券法对收购要约支付方式未作规定，早期公司收购通常是采用现金支付。为了降低公司收购的成本，中国《上市公司收购管理办法》允许收购人采用现金，证券，现金与证券相结合等方式支付收购上市公司的价款。（管理办法第36条）进言之，收购人可以用其它公司股权作为收购上市公司的对价。

3 对国有企业的并购

(1) 意义

中国国有企业包括国家全额投资的企业和国家控股的企业，对国有企业的并购主要表现为对国有企业中的国家持股份额的收买以及对国有企业所拥有的可支配财产和以各种形式投资产生的权利的收买。凡是涉及以上财产权的转让，收买都是并购国有企业的行为。

(2) 国有产权转让的法定交易方式

现行法律规定国有企业的产权交易方式有三种：协议转让，拍卖，招投标。2004年以前的国有企业改制中（发生企业并购），采用协议转让方式的比例高达90%，由于这种方式缺乏公开性，且无法律进行规范，因而成为导致国有资产流失的原因之一。2004年《企业国有产权转让管理暂行办法》实施后，拍卖和招投标方式渐成为各地产权交易的主要方式。

(3) 国有产权转让的程序和审查

根据中国《企业国有产权转让管理暂行办法》，中国国有产权转让必须按照以下程序进行：

- A 国有企业作为出让方首先依照企业内部决策程序审议国有产权转让事项，涉及职工合法权益的情形，应当听取企业职工代表大会的意见，对职工安置等事项应当经职工代表大会通过。
- B 国有企业向代表国家行使出资者权利的国有财产管理机构提出申请。
- C 国有企业公开披露有关国有产权转让信息，广泛征集受让方，产权转让公告期为20日。
- D 有意受让的人提交申请。

E 确定受让方。有两个以上受让方的情形，采用拍卖或招投标方式进行，并取得产权交易机构出具的产权交易凭证；只有一个受让方，可采取协议转让的方式进行。

此外，还有一套对国有企业并购十分严格的审查制度，企业清产核资并委托会计师事务所实施审计，如果转让国有产权导致转让方不再拥有控股地位的，国有资产监督管理机构将重新组织清产核资，并委托审计。之后进行资产评估，并以评估报告作为确定企业国有产权转让价格的参考依据。在产权交易过程中，当交易价格低于评估结果的90%时，应当暂停交易。

三、 外资并购国内企业的规定

1 关于“外国投资者并购境内企业”的含义

中国政府在上世纪九十年代加大了对外开放的力度，对外资并购国内企业的禁令逐步放开。2001年成为 WTO 组织成员国后，关税逐年减低，外资并购的屏障基本消除，外资并购中国企业的情况增多。基于保障国家经济安全 and 市场公平交易方面的考虑，中国政府公布了一系列行政法规对外资并购国内企业的行为作出规范，其中最重要的法规是中国商务部等六部门联合公布的《关于外国投资者并购境内企业的规定》（2006年9月8日）。（下称“规定”）

根据该规定，外国投资者并购中国企业，有两种情况：一是股权并购，即外国投资者购买境内非外资企业股东的股权或认购境内公司增资，使该境内公司变更设立为外商投资企业。二是资产并购，即外国投资者设立外商投资企业，并通过该企业协议购买境内企业资产且运营该资产；或者外国投资者协议购买境内企业资产，并以该资产投资设立外商投资企业运营该资产。

这里首先应当弄清的问题是，什么是外国投资者，什么是境内企业。绝大多数学者将“外国投资者”宽泛地界定为享有其它国家国籍的公司，企业，其它经济组织以及自然人和在中国设立的外资公司，外资企业，并将他们简称为“外资”。因此，“外国投资者并购境内企业”通常也被简称为“外资并

购”。在中国设立的外资公司，外资企业是由外国投资者控股的中国企业。境内企业是指未被外国投资者取得控股权的在中国设立的企业，在股权并购的情形下，境内企业只限于境内的公司，即《公司法》所规定的有限责任公司和股份有限公司，而在资产并购的情形下，境内企业可以是境内的一切形式的企业。

但是，并不是说，外国投资者被禁止对公司以外的其它形式的企业实施股权并购。早在1995年原中国对外贸易经济合作部颁布的《关于设立外商投资股份有限公司若干问题的暂行规定》，就允许外国投资者购买并持有国营企业、集体所有制企业的股份，并申请变更为外商投资股份公司。因此，外国投资者并购公司以外其它形式的企业是被允许的，只是不适用《关于外国投资者并购境内企业的规定》。

2 外资并购的方式

(1) 股权并购

如前所述，股权并购分为外资购买境内公司股东的股权和认购境内公司新增股权两种形式，两种并购又分别受到公司形式的影响而产生不同的规定，以下分别予以说明。此外，外国投资者还可以用自己拥有的股权作为支付对价并购境内公司，也有必要加以说明。

A 外国投资者直接购买境内有限公司股东的股权

购买股权的并购方式，是外国投资者与境内目标公司的股东之间的交易。由于外国投资者购买的是有限责任公司股东的股权，所以该投资者不仅需要通过谈判与出让股权的股东达成股权转让协议，还必须取得该有限责任公司其它股东的一致同意，否则，其它股东行使否决权或者优先购买权将会导致并购失败。（参见本文第二部分第1节有限责任公司股权的转让）

B 外国投资者认购境内有限责任公司的增资

这种并购形式，虽然是外国投资者与境内目标公司之间发生的交易，但仍然必须取得股东的同意。首先必须由股东会作出增资决议，其次还

要取得所有股东的许可或默许。因为根据新《公司法》第35条的规定，有限责任公司新增资本时，股东对购买公司的新增资本享有优先购买权。如果公司的任何股东行使该权利，都能导致外国投资者的并购行为失败。

C 外国投资者购买境内股份公司股东的股权或认购增发的股权

由于股份公司的股东在转让股权时并不受到来自其它股东的限制，所以外国投资者在购买股份公司股东的股权时，只须与该股东达成股权转让协定。同时由于股份有限公司的股东并不享有对公司新增发股权的优先购买权，所以外国投资者与目标公司达成认购增发股权的协议即可。

D 以股权为支付手段的并购

a. 含义

前述《规定》既允许外资并购以现金为支付手段，也承认以股权为支付手段。此种收购方式被定义为外国公司的股东以其持有的外国公司的股权，或者外国公司以其增发的股份，作为支付手段，购买中国公司股东的股权或者中国公司增发股份的行为。（第27条）这种支付手段的最大优点是减少外汇支出，给外国投资者提供了一个成本更低的投资方式。可见，该规定对外国投资者并购仍然采取支持的态度。

b. 适用的条件

外国投资者以股权并购境内公司所涉及的境内外公司的股权，应符合以下条件：

- (a) 股东合法持有并依法可以转让；
- (b) 无所有权争议且没有设定质押及任何其它权利限制；
- (c) 境外公司的股权应在境外公开合法证券交易市场（柜台交易市场除外）挂牌交易；
- (d) 境外公司的股权最近1年交易价格稳定。（“规定”29条）

而该外国公司也必须具备两个条件：一是上市公司，二是该外国公司必须合法设立，其注册地具有完善的公司法律制度，公司及其管理层最近3年未受到监管机构的处罚。（“规定”第28条）

c. 并购顾问的设置

为了保证外国投资者提供的作为支付手段的股权具有真实性，该规定要求外国投资者应当聘请在中国注册登记的中介机构担任顾问，该顾问机构的职能是就并购申请的真实性，境外公司的财务状况以及并购是否符合该规定第14条以及前述条件的要求作全面调查，并出具并购顾问报告书。该机构除了应具有良好的信誉和相关从业经验外，更重要的是应当具备调查并分析境外公司注册地和上市所在地法律制度与境外公司财务状况的能力。

(2) 资产并购

关于资产并购的二种形式，已如前述。什么是资产，这一点在《规定》中未作说明。按照一般理解，资产包括目标企业享有的实物，现金，专利，商标以及债权等。投资者实施资产并购除应当遵循《公司法》关于目标公司转让重大资产的程序规定外，不受更多的限制，除非购买的是国有资产。

3 对外资收购国有企业的特别规定

中国政府一方面希望通过外资对国有企业的并购利用外资来增强国有资产的活力，另一方面也担心在买收过程中出现国有资产流失。因此，外资并购涉及企业国有产权转让和上市公司国有股权管理事宜的，必须遵守《企业国有产权转让管理暂行办法》（2004年2月1日施行）及《关于涉及企业国有产权转让的通知》（2007年1月26日）等一系列行政法规及规章的规定。

外资并购国有企业，除应当遵守前述并购国有企业的一般规定外，还有更为严格的制度：

a. 向外商转让企业国有产权原则上应在产权交易市场中公开进行； b. 外商为受让方时，应严格根据《外商投资产业指导目录》及相关规定，确定其有无受让资格； c. 通过产权交易市场确定外商为受让主体时，被并购的国有企业应报政府相关职能部门审核批准。

4 外资并购上市公司的特别要求

a. 外国投资者自身必须具备的条件

- (a) 依法设立，经营的外国法人或其它组织，财务稳健，资信良好且具有成熟的管理经验；
- (b) 境外实有资产总额不低于1亿美元或管理的境外实有资产总额不低于5亿美元；或其母公司境外实有资产总额不低于1亿美元或管理的境外实有资产总额不低于5亿美元；
- (c) 有健全的治理结构和良好的内控制度，经营行为规范；
- (d) 近三年内未受到境内外监管机构的重大处罚（包括其母公司）。

b. 对外国投资者的特别要求

- (a) **通常应采用协议转让的方式，向上市公司购买其定向发行的新股，取得上市公司A股股份：**
- (b) 投资者可以分期向上市公司投资，但首次投资完成后取得的股份比例不得低于该公司已发行股份的百分之十。
- (c) 取得的上市公司A股股份三年内不得转让。

5 反垄断审查

(1) 反垄断规则的出台

近年来，一些跨国公司大量收购中国企业，已在某些行业占据很大份额，极易形成垄断格局，中国政府意识到，如果放任这种情况继续发生，必然严重妨害中国市场的健康发展。因此，中国《关于外国投资者并购境内企业的规定》规定了反垄断审查制度，而后2007年10月出台了《反垄断法》。

(2) 关于审查主体

根据《关于外国投资者并购境内企业的规定》第51条和第52条的规定，商务部和国家工商行政管理总局是反垄断审查的法定机关。外国投资者并购境内企业，必须向上述二机关报告相关情况，该二机关可以共同或者经协商单独举行听证会，依法共同对并购的申请作出批准或者不批准的决定，并以共同名义向外公布审查决定。

中国《反垄断法》将反垄断机构分为两级，一是国务院反垄断委员会，负责组织，协调，指导反垄断工作，享有包括拟订有关竞争政策和发布反垄断指南，协调反垄断行政执法工作在内的广泛职权。二是国务院反垄断执法机构，但有趣的是，该法没有明确规定由那个部门来担任，而是授权由国务院确定。就目前的情况，反垄断执法机构自然由商务部和国家工商总局担任。此外，国务院反垄断执法机构还可以授权省级地方人民政府的相应机构，行使反垄断职权。

(3) 涉嫌垄断申报的法定标准

外国投资者并购境内企业有下列情形之一存在时，投资者必须向商务部和国家工商行政管理总局报告：并购一方当事人当年在中国市场营业额超过15亿元人民币；1年内并购国内关联行业累计10个；并购一方当事人在中国的市场占有率已经达到20%；并购导致并购一方当事人在中国的市场占有率达到25%。（“规定”第51条1项）

此外，虽未达到前款所述条件，但是，应有竞争关系的境内企业，有关职能部门或者行业协会的请求，商务部或国家工商行政管理总局认为外国投资者并购涉及市场份额巨大，或者存在其它严重影响市场竞争等重要因素的，也可以要求外国投资者作出报告。（“规定”第51条2项）前述并购一方当事人包括与外国投资者有关联关系的企业。（“规定”第51条3项）

涉及前述情形之一，商务部和国家工商行政管理总局认为可能造成过度集中，妨害正当竞争，损害消费者利益的，应自收到规定报送的全部檔之日起90日内，共同或经协商单独召集有关部门，机构，企业以及其它利害关系方举行听证会，并依法决定批准或不批准。（“规定”52条）

中国《反垄断法》对这个问题的规定与前述的内容不同。该法首先规定了三种并购形式：a. 经营者合并；b. 经营者通过取得股权或者资产的方式取得对其他经营者的控制权；c. 经营者通过合同等方式取得对其他经营者的控制权，并将以上三种形式合称为“经营者集中”（第20条）。第21条规定经营者集中达到国务院规定的申报标准时，经营者应当向国务院反垄断执法机构申报。但《反垄断法》并没有明确规定经营者申报的法定标准，而是授

权由国务院制定标准，这样的规定给国务院反垄断委员会根据情况变化不断修改标准提供了依据，但这个标准至今仍无明确规定。

(4) 申请审查豁免制度

作为例外，规定允许外国投资者并购国内企业在具有下述情形之一时，向商务部和国家工商行政管理总局申请审查豁免：并购后可以改善市场公平竞争条件的；重组亏损企业并保障就业的；引进先进技术和管理人才并能提高企业国际竞争力的；可以改善环境的。

从中国的反垄断审查规则看，其主要目的是为了抑制恶意收购，防止市场份额过分集中。

中国《反垄断法》还规定了经营者集中在两种情况下，可以不向国务院反垄断执法机构申报：a. 参与集中的一个经营者拥有其它每个经营者百分之五十以上有表决权的股份或者资产；b. 参与集中的每一个经营者百分之五十以上表决权的股份或资产被同一个未参与集中的经营者拥有。由于这两种情形不会对市场竞争结构产生任何影响，所以没有进行审查的必要。

从内容来看，两个规定并不冲突，因此可以在各自不同的范围内发生效力。不过，《规定》更加充分地体现了政府的政策导向。

6 国家经济安全审查

外资并购中国企业，除要接受反垄断审查以外，还要接受国家经济安全审查。

依照中国《外商投资产业指导目录》不允许外国投资者独资经营的产业，并购不得导致外国投资者持有这类企业的全部股权；需由中方控股或相对控股的产业，该产业的企业被并购后，仍应由中方在企业中占控股或相对控股地位；禁止外国投资者经营的产业，外国投资者不得并购从事该产业的企业。（“规定”第4条）

国家经济安全审查，主要包含对重点行业（重大装备制造业，军需工业等）或者拥有驰名商标以及中华老字号的企业进行并购审查。外商投资这类企业，必须得到商务部的批准，地方政府没有审批权。

当事人如果没有申报，且并购行为对国家经济安全造成或者可能造成重大

影响的，商务部可以会同相关部门要求当事人终止交易或采取转让相关股权、资产或其它有效措施，以消除并购行为对国家经济安全的影响。（“规定”第12条）

四， 小 结

中国改革开放早期企业并购的发生，是政府推动的结果，受到政策的影响很大，主要是政策导向，而不是市场导向，因此，解决利益冲突的方法也主要依靠政策，利用法律很少。近年来，随着经济体制改革的深入和市场体制的逐渐形成，相应的法律法规也有所出台，但这些法律法规仍然带有强烈的政策特征，而在并购的方式，并购的技术这些方面则较为薄弱，有待进一步完善。

论文参考书目

- 1 吴伟央等著：跨国公司并购法律实务，法律出版社 2007年7月出版。
- 2 吴伟央等著：公司并购法律实务，法律出版社 2007年7月出版。
- 3 李雨龙主编：投资并购经典案例法律评析，法律出版社 2008年2月出版
- 4 漆彤著：跨国并购的法律规制，武汉大学出版社 2006年11月出版。
- 5 叶军，鲍治著：外资并购境内企业的法律分析，法律出版社 2008年1月出版。
- 6 华洋主编：企业改制并购法律实务，法律出版社 2006年4月出版。
- 7 潘福仁主编：股权转让协议效力司法疑难问题，法律出版社 2007年12月出版。
- 8 史建三主编：中国并购法报告（2007年卷），法律出版社 2007年6月。
- 9 孙效敏著：外资并购国有企业法律问题研究，北京大学出版社 2007年7月出版。
- 10 周友苏著：新公司法论，法律出版社 2006年2月出版。
- 11 罗文志等编：上市公司并购法律实务（第2版）法律出版社 2007年6月出版。
- 12 赵旭东主编：新公司法条文释解，人民法院出版社 2005年12月出版。
- 13 周友苏主编：上市公司法律规制论，商务印书馆 2006年9月。
- 14 商务部条法司编：《中华人民共和国反垄断法》理解与适用，法律出版社 2007年10月。
- 15 周友苏主编：新证券法论，法律出版社 2007年4月。
- 16 陈忠谦著：上市公司收购，法律出版社 2007年3月。
- 17 张远忠著：外资并购国有企业中的法律问题研究，法律出版社 2004年3月。
- 18 国务院法制办公室编：公司法律全书，中国法制出版社 2007年3月。

中国におけるM&Aの現状について

徐 洁
(翻訳：黄 巧 琳)

一. 総 説

1. 中国でのM&Aの意味

国外経済及び法律理論からの影響により、中国の法律学界は **Mergers & Acquisitions** (M&A) の理論を受け入れ、中国語の「併購」という言葉を使用することによって「合併と企業買収」を表している。実務上では、M&Aとは、合併、持分の買収及び資産の買収、の三つの総称と思われる。

合併とは、二つまたは二つ以上の会社が合併契約を結び、「会社法」の関連規定によって直接一つの会社になる法律行為である。合併後、合併される会社は法人格を失う。持分の買収とは、買収会社が他社の株式を買うことにより他社の支配権を獲得することを目的とする。買収される会社は、法人格は消滅せず、資産を続けて保有し、債権・債務関係は従来そのままである。資産の買収とは、買収会社が他社の資産の全部もしくは一部を買収することである。買収後の他社の債権・債務関係は変わらず、買収会社を買収する資産を取得する。

2. M&Aの歴史的背景と現状

中国における経済体制の改革は、1980年から始まり、歴史としては30年にも満たない。そして、M&Aの発展はさらに遅く始まった。1984年に河北保定市における企業合併ケースが最初の事例であった。当時の保定紡織機械工場は合併された側の全ての債権債務関係を承継する形で、保定市編物機械工場を合併し、中国の初めてのM&A事例となった。その後、中国におけるM&Aのケースが続々と起こってきた。

1990年代初め頃から証券市場が出現したことにより、中国における上場会社のM&A事例が初めて登場し、1998年になってから徐々に増えつつある。全国における上場会社M&A事例は、2002年に56件、2003年に129件、2004年に126件、2006年に117件になる。また、非上場会社のM&A事例も年々に増加している。特にWTOに加盟して以来、中国では外資による国内企業の合併・買収がたえず発生し、合併・買収の規模もますます大きくなってきた。国連の貿易と発展会議の『世界投資報告』によると、外国投資家による中国国内企業の合併・買収は、2000年に22.3億ドル、2004年に67.6億ドルに至った。

また、2005年の中国新会社法によって会社の投資制限が緩和されたことも、M&Aが急増する一因として捉えることができる。中国の旧会社法では、「他社への投資額は自社の純資産の50%を超えてはならない」とされていたが、新会社法ではそのような制限を廃止して、会社の投資能力を強めた。以上の事実から、今後のM&A事例は増え続けて行くと指摘できる。

3. 中国のM&Aの重点

中国の激しく転換してきた経済システム及び、高度成長を続けてきた経済のおかげで、非常に中国的なM&A法制度が生まれた。初期のM&A活動は政府の主導で行われていたため、商業的な運営基盤に乏しかった。政府は、国有資産を活発にするため、国営企業を改革した。すなわち、「大をつかみ、小を放つ」（大企業に力を入れて、小企業は解き放ち独自の道を模索させる政策のこと 訳者）の名の下、大規模な国有企業を株式会社に改組し、中規模の企業を再編し（二つ以上の企業を一つに合併することによって資産を統合する）、小企業を個人若しくは外国投資者に売却する、という政策であった。それゆえ、数多くの企業の合併・買収事例が出てきた。ところで、これらのM&A活動は、商業上の要請から生じたものではなく、ほとんど政府の政策の下で指導されていたので、法律制定に対する要請は強くなかった。以上の現実が、現行の会社法におけるM&A活動についての規定をととても簡単にしている理由であると考えられる。残念ながら、現行の会社法では株式交換¹⁾・株式移転などのM&Aの形式を定めていない。会社の合併・分割についてもごく簡単な規定しかない。合併・分割の当事者または株主の権利・義務についてもまったく定められていない。

計画体制から市場体制への転換と共に、中国のM&Aも政策型から商業型へと、徐々に転換してきた。中国におけるM&Aに関する法制度の重点は以下のように考えられる。第一に、上場会社の買収に関する法制度。上場によって会社は、証券市場で社会一般向けに株式を発行して資本を集めることができる。しかし、企業が上場の資格を得るのはかなり困難であることも指摘できる。そのため、上場会社の株式を買収することによって上場会社の支配権を求める方法が最も使われるようになった。そういう背景の下、上場会社の買収に関する法制度を整備する必要性が差し迫ってきた。第二に、国有企業の買収に関する法制度。初期の国有企業の合併・買収は政府が推進していたため、国有資産は健全な法制度によって保障されておらず、大量の資産が流失してしまった。第三に、外資による国内企業の合併・買収についての法制度。中国政府は一貫して「対外開放」政策を遂行しており、積極的に外資を導入している。しかし、過度に外資を導入すると、外資がいろいろな産業を独占し、

1) 株式交換制度は、後述の「外資による買収」の「買収手段」の節で扱われるが、中国の「会社法」では明確には設けられていない。

かつ国家経済の全体的安全に係る産業に浸透してしまう。それゆえ、合理的な「外資による国内企業のM&Aシステム」を作ることは、相当重要な課題であると指摘される。したがって、中国政府は外資のM&Aに対する管理の方法を政策型から法律を用いる方向へと転換することに努めている。

二. 中国国内におけるM&Aの法制度

1. 現行『中華人民共和国会社法』におけるM&A

現行の中国会社法は1993年に施行してから二度にわたって改正され、2005年に至っての第二次改正である（以下では1993年の会社法を「旧会社法」と呼び、2005年の会社法を「新会社法」と呼ぶ）。新会社法は旧会社法に対する大幅な改正となった。統計的には、230カ条がある旧会社法は、2005年の改正により増加、削除、改正された条文は224条に至った。改正の内訳は、41カ条を加え、46カ条を削除し、137カ条を改正した。したがって、旧会社法から変更されていない条文は10%以下に過ぎない。

新会社法では、会社の自治を拡大し、中小株主の利益の保護の強化を趣旨としているといえよう。そのため、新会社法のポイントは、資本制度及び会社のコーポレート・ガバナンスをめぐる改正であった。それに対して、会社組織制度についての改正はほとんどなかった。組織変更についても、他の部分の改正によって、わずかな改正に止まった。

(1) 株式の譲渡

中国会社法による会社は、有限責任会社か株式会社のどちらかの形態をとることができる。それぞれ、株式譲渡に関しては別の規則が適用される。

A. 有限責任会社における持分譲渡

新旧会社法ともに、株主の間に株式譲渡自由の原則が定められている。なお、株主が株主以外の者に持分を譲渡する場合には制限がある。旧会社法では、株主が株主以外の者に持分を譲渡する場合においては、全株主の過半数の同意を得なければならない。譲渡に同意しない株主は当該譲渡持分を買い取らなければならない。譲渡に同意しないときは譲渡に同意したものとみなされる（旧会社法第35条）。新会社法ではその他の株主が回答期限を引き延ばさないように、以下の新しい規定が追加された。「その他の株主が書面通知の受領日から30日以内に回答しない場合は、譲渡に同意したものとみなす（新会社法第72条）」。かくして、株主持分の譲渡が容易となった。

B. 株式会社における株式譲渡

株式会社の株主は、原則として、持分株式を自由に譲渡することができるが、投機的株式売買の予防及び会社の安全のために、会社法では株式会社の発起人、

自社株式を持つ董事²⁾、監事及び高級管理職に持分株式の譲渡について特別な制限を定めている。旧会社法では、発起人が保有する当該会社の株式は、会社成立の日より3年間は譲渡してはならず、会社の董事、監事及び支配人は、在任期間中に保有する当該会社の株式を譲渡してはならない（旧会社法第147条）としていた。新会社法では、発起人が保有する当該会社の株式の譲渡制限の期限を3年間から1年間に変更し、会社の董事、監事及び高級管理職は在任期間中であっても、その保有する会社の株式を譲渡することができるようになった。ただし、譲渡できる株式は、1年間で、自社株式の自己保有総数の25%を超えてはならない。さらに、会社の董事、監事及び高級管理職は、離職後半年間は保有する自社の株式を譲渡することができない。

また、株式会社が設立され、証券取引所に上場された場合、会社の発起人、董事、監事及び高級管理職は、会社の株式上場取引日から1年以内には、保有する自社株式を譲渡してはならない（新会社法第142条）。

(2) 合併

A. 概要

新会社法により、会社の合併につき、吸収合併と新設合併の二つの形式をとることができる（新会社法第173条）。合併後、合併の各会社の債権及び債務は、合併後の存続会社又は新設会社が承継しなければならない（新会社法第175条）。従って、合併は対外的な清算手続きを必要としない。

新会社法では旧会社法と同じように、会社合併の対価についての規定は設けられていない。したがって、契約自由の原則に基づき、合併の対価には特に制限がなされていない。即ち、合併の対価としては、存続会社の株式、金銭、消滅会社の財産価値に相当するほかの財産、存続会社の親会社の株式でもよいとされている。従って、新会社法では三角合併は禁止されていない。

なお、消滅会社の債務は実際に有する資産を超えることも、会社法では禁止されていない。

B. 合併の手続

会社の合併の手続について、新会社法では第174条により、吸収合併と新設合併は同じ手続が定められている。

- a. 合併協議書を締結する。合併の各当事会社は自社の董事会で会社の合併を立案することができる（新会社法第47条）。そして、各当事会社の代表者は合併の条件についての意思を一致させて、合併協議書を締結する。通常、株主

2) 「董事」は日本の概念では取締役に近いが、全く同じではない。中国との間でビジネスを行なう場合には董事という漢字をそのまま使う用語法が多くなってきている。よって、董事は取締役とは訳さずに、董事のままにした。「監事」にも同様の問題があるが、同じ理由により、監査役とは訳さずに、監事のままにした。

の権利を保護するために、合併の契約書では若干の法定事項を記入すべきだと思える。しかし、中国会社法では合併の契約で記入すべき法定記載事項についての内容は定められていない。そのかわり、合併の契約書の内容及び記載事項については1999年の契約法第12条によって「必要的契約条項」が定められているが、それは強行的規定ではないため、合併契約書の内容については任意に決めることができると考えられる。

- b. 合併各当事会社はそれぞれ貸借対照表を編成し、財産明細書を作成する。
- c. 会社の合併決議

中国会社法によれば、会社の形態によって、会社の合併について決議する機関は異なっている。すなわち、有限責任会社の合併については、株主会の決議によらなければならない（新会社法第38条）。株式会社の合併については、株主総会の決議によらなければならない（新会社法第104条）。国有独资会社の合併については、国有資産監督管理機構の決定によらなければならない。その中で、重要な国有独资会社の合併については、国有資産監督管理機構による審査のほか、同級の人民政府から認可を得なければならない（新会社法第67条）。

合併の議決の手續についても会社の形態によって異なる。すなわち、有限責任会社の場合、株主会によって会社の合併を決議するには、3分の2以上の議決権を有する株主の同意を得なければならない（新会社法第44条）。株式会社の場合、株主総会によって会社の合併について決議を行うには、出席した当該株主の議決権の3分の2以上の同意を得なければならない（新会社法第104条）。

中小株主の利益を保護するために、新会社法では異議がある株主（決議する時に反対する株主）には株式買取請求権が付与されている。

- d. 債権者に対する保護の手續

新会社法では合併の決議を行った日から10日以内に債権者に通知をしなければならず、また、30日以内に新聞で合併の公告をしなければならない、とされている。債権者は、通知書を受領した日から30日以内、または通知書を受領していない場合は公告の日から45日以内に、会社に対して債務の弁済又は然るべき担保の提供を請求することができる（新会社法第178条）。ただし、債権者の請求は会社の合併を差し止める効力を有さない。

- e. 登記

新しく改正された「会社登記管理条例」により、吸収合併の存続会社もしくは新設合併の新設会社は、合併の公告日から45日を経過してから登記の申請を行わなければならない。会社の合併手續きは登記の手續きの完了によって完成する。

(3) 会社の分割

会社の分割とは、会社の組織上の分割である。会社の債務については、分割後の会社が連帯責任を負う（新会社法第177条）。会社の分割の手順は会社の合併とほぼ同じであり、董事会が会社の分割の計画書を作り、貸借対照表及び財産明細書を編成し、株主総会の決議によって決められる。会社は直ちに、分割の決議を、債権者に通知及び公告をしなければならない。ただし、分割前に、会社の債権者は会社に対して債務の弁済または担保を求めることができない。分割に対して反対する株主にも株式買取請求権が付与される。

(4) 会社の重要な財産の譲受もしくは譲渡

会社法では、有限会社及び非上場株式会社による会社の重大な財産の譲受もしくは譲渡についての決議機関を定められておらず、会社の定款に規定することによって決められる、とされている（新会社法第105条）。上場会社は上場後1年間以内に、重要な資産の売買の金額が会社の資産総額の30%を超える場合、株主総会の決議を必要とする。すなわち、出席した株主の議決権の3分の2の同意を得なければならない（新会社法第122条）。株主会または株主総会の決議に対して反対する株主にも株式買取請求権が付与される。

2. 上場会社のM&A

(1) 概況

中国では、上場会社を合併・買収することを「上場会社の買収」と呼ぶ。上場会社の買収については、2006年1月に施行された新『証券法』及び同年9月に施行された『上場会社買収管理弁法』に規定が設けられている。

(2) 上場会社の買収の方法

A. 公開買付と協議買付

中国の新証券法に基づき、投資者は公開買付（中国語では「要約收購」いう訳者）、協議買付（中国語では「協議收購」という訳者）及びその他適法な方法などによって上場会社を買収することができる（証券法第85条）。同法によれば、公開買付とは、買収者が買収の対象会社の株主全体に株式の買付を申込み、これによって当該対象会社の支配権を得ようとするものである。協議買付の場合とは、買収者は買収の対象会社における個別の株主との合意により株式譲渡協議をまとめ、これによって支配権を得ようとするものである。

公開買付は証券取引所で行わなければならない。したがって、公開買付は、公開的な取引である。協議買付の場合は、証券取引所での取引ではなく、当事者間における買収合意によって取引を行うことができる。

また、公開買付は対象会社の株主全体に買付を申込みことによって株式を買い付け、対象会社の経営陣の同意が得られない場合にも行うことができるので、

敵対的買収になることがある。協議買付の場合は、買収者が対象会社の支配株主との合意により株式の買付けを行うため、友好的買収の場合によく用いられる。

B. 間接買収

『上場会社買収管理弁法』第5章では上場会社の買収方法を間接買収と明記している。それは、上場会社の買収についての『証券法』第85条を踏まえて「その他適法な方法」を具体化している。同『管理弁法』によれば、間接買収とは、買収者は直接に対象会社を買収せず、持分買収・投資関係及び契約書によって当該上場会社の親会社または持ち分株主の株式支配権を得ることを通して、当該上場会社を間接的に支配することを目的とするものである。

(3) 買収者の定義

一般的に、買収者とは、上場会社の株式を買収する人とされるが、普通の投資家と異なり、株式買収などの方法を用いて上場会社を支配することを目的とする。従って、買収者は、上場会社の株式を買収する人にとどまらず、他の方法によって上場会社の支配を求め人、又は他人との連合によって上場会社を支配する人も含まれている。そのため、中国では『上場会社買収管理弁法』第5条2項により、買収者とは投資者及びその一致する行動者（以下「特別関係者」という訳者）であること、と定められている。『管理弁法』第83条によれば、「一致する行動」とは、投資者が他の投資者と共に、協議及び他の方法によって、支配する上場会社の持分を増加するために行っている行動及び事実である。従って、上場会社の買収及び関連する持分の権益の変動が生じる際に、前述のように一致する行動がある投資者は、お互いに「特別関係者」となる。同法では、「特別関係者」と見なす投資者について、12種類の形態が挙げられている。例えば、投資者の間には持分の支配関係があること、各投資者は同じ主体に支配されていること、投資者の間には組合、提携、共同経営などの経済利益関係があることなどである。旧法よりも買収者の範囲が広げられ、かつ、買収者の内容が実質化された。

(4) 買収者が保有する持分の計算

計算の原則

- A. 買収者が保有する対象会社の持分数は、買収者の名で登録した持分及びその特別関係者の名で登録した持分の総量である。
- B. 持分の計算とは、投資者及びその特別関係者が直接に買収した持分と、間接買収によって支配権を取得した持分、両方を加算することである。

(5) 情報開示の原則

買収者間の裏取引は、他の投資者及び対象会社に損をもたすため、裏取引を避けるためには、投資者及び特別関係者に対し情報開示を義務付けることが必要である。上場会社の買収により、情報開示は持分割合によって二つの段階で要求され

ている。

A. 持株5%における最初の情報公開

証券取引所での証券取引を通して投資者が保有する、あるいは協議買付により、投資者及び特別関係者が保有する一つの上場会社の発行済株式が5%に達した時は、以下の情報開示の義務を負わなければならない：

- a. 当該事実が発生した日から3日以内に「持分変動報告書」を作成し、中国証監会及び証券取引所に書面で報告しなければならない；
- b. 当該上場会社の所在地における証監会の出先機関に「持分変動報告書」の写しを送付けしなければならない；
- c. 持ち株の情報を当該上場会社に通知しなければならない；
- d. さらに持ち株の情報及び関連書類を公告しなければならない；
- e. 上記の期間内に、投資者は新たに当該上場会社の株式売買を行ってはならない。

B. 持株の変動を継続的に公開

投資者及び特別関係者が保有する一つの上場会社の発行済株式の割合が5%に達した後、その保有する一つの上場会社の発行済株式の割合が5%増加または減少するごとに前記の規定に従い報告及び公告しなければならない。

(6) 強制的な公開買付

投資者及び特別関係者が保有する一つの上場会社の発行済株式が30%に達した場合、買付を継続する時に、当該上場会社のすべての株主に対し、上場会社の全部または一部の株式を買い付ける旨の申込を行わなければならない（証券法第88条）。

(7) 上場会社の買収による支払方法

証券法では買収による支払い方法についての規定を定めていない。従来、会社の買収は常に現金支払いとして採用されていたが、会社買収のコストを下げるために、『上場会社買収管理弁法』では、買収者は現金、証券及び現金と証券を結び付けて買収価額を支払うことができるとされた（『上場会社買収管理弁法』第36条）。すなわち、買収者は保有する他の会社の株式を対価として上場会社を買収することもできると考えられる。

3. 国有企業の買収

(1) 意義

中国における「国有企業」とは、国が全額を投資している企業または国が持分支配権を持っている企業の2種類である。したがって、「国有企業の買収」とは、国に属する国有企業の持分株、若しくは国有企業の支配できる財産及び国有企業の各種投資により保有する持分に対する買収である。前記のように当該国有企業に対する財産の譲渡、または買収することを、「国有企業の買収」という。

(2) 国有財産権の譲渡における法定的な取引方法

現行の法律による国有財産権の譲渡に関する取引方法とは、合意による譲渡、オークションと入札の三つの方法である。2004年まで、国有企業の改正（企業買収も含め）において、90%までも「合意による譲渡」が、最も用いられたが、情報公開が不十分で、しかも法律上の規制がなかったため、国有資産の流失を招く原因の一つになった。2004年に『企業の国有財産権の譲渡に関する暫定的管理規則』（中国語では「企業国有財産権譲渡管理暫定弁法」訳者）が施行されてから、オークション・入札募集・入札は国有財産権の取引の主要な方式として使われるようになってきた。

(3) 国有財産権の譲渡に関する手続と審査制度

中国の『企業の国有財産権の譲渡に関する暫定的管理規則』により、国有財産権の譲渡は以下の手順によって行わなければならない。

- A. 譲渡側の国有企業はまず、企業内部の政策決定の手続によって国有財産権の譲渡事項について審議しなければならない。また、従業員の合法的な利益に関わる内容は従業員代表総会から意見を聴取しなければならない。従業員の配置などの事項は従業員代表総会の決定によらなければならない。
- B. 国有企業は、国の代わりに出資者の権利を行使している「国有財産管理機構」に申請を行わなければならない。
- C. 国有企業は、国有財産権の譲渡情報を公開し、広く譲受人を公募しなければならない。財産権譲渡の公告期間は20日である。
- D. 公募に応じる譲受人が申請を行わなければならない。
- E. 譲受人の決定。申請者が2名以上の場合は、オークションまたは入札によって決定しなければならない。しかも財産権取引所から財産権取引証明書を得なければならない。申請者が1名の場合のみは、合意による譲渡の方法で買収を行うことができる。

また、国有資産の譲渡に対して非常に厳格な審査が行われている。すなわち、企業が資産を採算して会計士事務所において監査を受けられなければならない。もし国有資産の譲渡によって譲渡側の国有企業は持分の支配権が失われる場合は、国有資産監督管理機構により企業の資産を改めて採算し、もう一度会計士事務所において監査を行わなければならない。その後、資産評価が行われ、それによる「評価報告書」を国有財産権の譲渡における価格の参考とする。また、取引中に、取引価格が評価額の90%よりも低い場合、取引を一時中止しなければならない。

三. 外国投資家による国内企業買収に関する規定

1. 「外資M&A」とは何か

中国政府による対外開放の規模は20世紀90年代に拡大された。それに従って、外国

投資家から国内企業の合併・買収に対する禁令も徐々に緩められてきた。2001年にWTO加盟国になったため、中国の関税金は年々減少し、外資M&Aに対する障壁はほぼ取り除かれ、外資M&Aの事例も増えつつある。一方で、国家の経済安全及び市場取引の公平性を保障するため、中国政府は外資M&Aに対する一連の行政法規を実施した。その中で、商務部により『外国投資家による国内企業買収に関する規定』（2006年9月8日に施行され、以下では「規定」と呼ぶ）は最も重要な法規と思われる。

当該規定によれば、外国投資家による国内企業の合併・買収には以下のような二つの種類がある。第一に、持分買収。すなわち、外国投資家が国内企業の持分権者の持分を購入し、若しくは、国内企業の増資を引き受け、国内企業を外商投資企業として変更設立する。第二に、資産買収。即ち、外国投資家が外商投資企業を設立し、かつ、当該企業を通じて国内企業の資産を購入し、当該資産を運営することを合意する、若しくは、外国投資家が国内企業の資産の購入を合意し、かつ、当該資産をもって投資して外商投資企業を設立して当該資産を運営させる。

ここで、まず「外国投資家」と「国内企業」の定義を明確にしなければならない。多数の学説によれば、「外国投資家」とは「外国の国籍を持つ会社・企業・他の経済組織及び自然人、または中国において設立された外資会社および外資企業」と定義される。そのような定義によって「外国投資家」は「外資」と略称されている。「中国において設立された外資会社または外資企業」とは、外国投資家が持分支配権を持つ中国の企業である。「国内企業」とは、中国において設立され、まだ外国投資家に持分支配権を取得されていない企業である。持分買収の場合、国内企業は中国における会社、即ち『会社法』による有限会社および株式会社であるとされる。資産買収の場合、国内企業とは、企業形態にかかわらず、中国における一切の企業であるとされる。

しかし、外国投資家は会社以外の企業を買収することができないわけではない。実は1995年に商務部の前身である中国の対外貿易経済合作部により制定された『外商投資株式会社の設立に関する若干の問題の暫定規定』に基づき、外国投資家は国营企業または集団所有制の企業の株式を買収することによって当該企業を外商投資株式会社へ変更することが可能になった。したがって、外国投資家は会社以外の企業を買収することも可能である。ただ、そのような買収に『外国投資家による国内企業買収に関する規定』は適用できない。

2. 買収手段

(1) 持分買収

前述のように、持分買収には、外国投資家が国内企業の持分権者の持分を購入する場合と、外国投資家が国内企業の増資を引き受ける場合とがある。その2種類の

買取手段には会社の形態によって異なる規定が設けられている。また、外国投資家が所有する外国企業の株式を支払い手段として国内企業を買取することができる。以下で説明しよう。

A. 外国投資家が中国における有限責任会社の株主の持分を直接に購入

持分の買取は、外国投資家と中国における対象会社の株主の間で行われる。有限責任会社に対する株式買取なので、①外国投資家は当該株主との交渉を通じて持分の譲渡を合意に達しなければならず、②当該有限責任会社における他の株主から同意を得ることも必要とする。そうでなければ、他の株主による拒否権または優先取引権の行使によって、当該買取は失敗となる（本稿第二・1の「有限責任会社における持分の譲渡」を参照。）。

B. 外国投資家による中国における有限責任会社の増資の引き受け

そのような買取は、外国投資家と中国における対象会社との間で行われるが、やはり株主から同意を得なければならない。即ち、株主会によって増資の決議が提出されなければならない。その後株主全員から同意または黙認を得なければならない。新会社法第35条によると、有限責任会社が新たに増資する場合、株主は、実際に払い込んだ出資の比率に従って優先的に出資の払込を引き受ける権利を有する。したがって、仮に会社の株主誰が当該権利を行使すると、当該外国投資家による買取は失敗してしまうことになる。

C. 外国投資家による中国における株式会社の株主の持分の買取、または増資の引き受け

株式会社の株主が持分を譲渡する際に、他の株主から制限されることはない。したがって、外国投資家が株式会社の株主から持分を買取する場合、当該株主の合意を得ることによって譲渡を行う。また、株式会社の株主は会社の増資に対する優先買取権を有しないため、外国投資家は対象会社の増資引受の合意を得ることによって買取ができる。

D. 株式交換による買取

a. 定義

前述の「規定」により、外国投資家が国内企業を買取する際、現金で支払ってもよい、株式を支払い手段としても買取ができる。それに従って、外国企業の株主が所有する外国企業の株式を支払い手段として、または外国企業がその発行する新株を手段として、国内企業の出資者の既存の持分を買取すること、もしくは国内企業の新株を引き受けることができる（「規定」第27条）。そのような買取手段のメリットは、外国為替の支出を減らすことによって、外国投資家の投資コストを低くする役割を果たすことである。それが、外国投資家による国内企業の合併・買取を積極的に支えていると思われる。

b. 適用の要件

株式交換による国内企業を買収に関連する外国企業は、以下の要件に合致しなければならない。

- (a) 株主が合法的に株式を所有し、法に基づき譲渡可能であること。
- (b) 株式の所有権に関する紛争がなく、質権の設定及びその他の権利制限が存在しないこと。
- (c) 株式が国外における公開かつ合法的な証券取引市場（店頭取引市場は不可）にて取引されていること。
- (d) 直近1年間の取引価格が安定していること（「規定」第29条）。

また、株式交換の対象となる外国企業は上場会社であること、かつ合法的に設立され、登録地の会社法制度が整備されていること、外国企業及び管理職が直近3年間に管理監督機関から処罰を受けていないこと、などの適格性が買収の要件になる（「規定」第28条）。

c. 買収のアドバイザーの選定

外国投資家側が支払い手段として提出する株式の真実性を確保するため、株式交換による買収に当たり、中国企業またはその株主側で、中国で仲介者として登録された買収アドバイザーを選定しなければならない。当該買収アドバイザーは買収申請書の真実性、資産評価や株式交換の対象となる外国会社の適格性（「規定」第14条及び前述のような要件に合致すること）に関する精査を行い、これを「買収アドバイザー報告書」に出すことも求められている。当該アドバイザーは良好な信用を持ち、経営の経験があることが必要とされ、当該外国会社の登録地及び上場地の証券取引制度を精査し、当該外国会社に対する財務状況を評価するなどそれぞれの能力が要求されている。

(2) 資産買収

資産買収については、前述のような2種類の手段がある。しかし、『規定』において「資産」とは何かを明確にしていない。一般には、買収対象会社が所有する現物・現金・特許・商標及び債権などを「資産」とする。買収対象会社における重要な資産を買収する際に、会社法で設けられている手続によって行わなければならない。その他、国有資産を対象としなければ、他の制限は定められていない。

3. 外資による国有企業の合併・買収の特別審査

中国政府は、外資による国有企業の合併・買収によって、外資を通じて国有資産が活性化されることを期待する一方で、外資の買収過程における国有資産の流失にも懸念している。そのため、買収に伴う企業の国有財産権を譲渡、及び上場会社の国有持分については、「企業国有財産権譲渡管理暫定方法」（2004年2月1日から施行）及び「企業国有財産権譲渡関連事項に関する通知」（2007年1月26日から施行）

など一連の行政法規及び規則によるものとする。

前述の一般規定の他、以下のようにより厳しい制度も設けられている。

- a. 原則として、外国投資家への企業の国有財産権の譲渡は、財産権取引所において公開で行わなければならない。
- b. 外国投資家が譲受人になる場合、『外商投資産業の指導目録』及び他の関連する規定によって当該外資の譲受資格を持つかどうかを判断しなければならない。
- c. 財産権取引所により、外国投資家が譲受人とされる場合、譲渡側の国有企業は政府の関連職能部門による審査認可を得なければならない。

4. 外国投資家による上場会社の合併・買収に関する特別要件

- a. 外国投資家の要件は次のとおりである。
 - (a) 当該外国法人及び他の組織は、合法的に設立・経営され、財務の安定性及び高い信用を得て、管理経験に熟していること、
 - (b) 当該外国投資家または当該外国投資家の親会社が、保有する国外の総資産額は1億ドル以上、若しくは支配する国外の総資産額は5億ドル以上であること、
 - (c) 完全なコーポレート・ガバナンス及びコンプライアンス制度、良好な経営規範を具備していること、
 - (d) 直近3年間に国内または国外における政府監督部門から重大な処罰を受けていない（親会社を含む）こと、である。
- b. 外国投資家に対する特別な要求
 - (a) 買収の方法として、協議買収を用いて当該上場会社の新株発行によるA株式を買収しなければならない。
 - (b) 外国投資家は当該上場会社にいくつかの期間に分けて投資することができる。しかし、初めの投資によって取得する株式は必ず当該会社における発行済株式の10%以上にならなければならない。
 - (c) 三年間以内に、当該上場会社から取得するA株式を譲渡してはならない。

5. 独占禁止による審査

(1) 独占禁止規則の登場

近年、多国籍社が、多くの中国企業を買収することで、ある産業における外国投資家の市場占有率が巨大になった。そのような市場の過度の集中により、独占の問題が極めて起こりやすくなってきた。前述の状態を続けると中国市場の健全な発展を妨害するおそれがあるとの懸念から、中国政府は『外国投資家による国内企業買収に関する規定』において独占禁止制度を定め、その後2007年10月に『独占禁止法』が制定されるに至った。

(2) 審査の執行主体

『外資投資家による国内企業買収に関する規定』で設けられている第51条、第52条によって、独占禁止の審査は商務部及び国家工商行政管理総局によって行われる。外国投資家は国内企業の買収をする際に、前述の2部門に関連情報を報告することが必要となる。当該2部門は共同で、または合意によって単独で公聴会を開催し、法律に基づいて許可するかどうかを判断し、共同名義人として審査の決定を公布することができる。

中国の『独占禁止法』により、独占禁止部門は次のような二つのランクに分けられている。一つ目は、「国務院独占禁止委員会」である。当該委員会は、独占禁止活動を組織化し・調和させ・指導を行うと共に、競争政策の制定及び独占禁止指針の公布、独占禁止に対する行政上法律の執行事項を調和させる、などそれぞれの職権を持つ。二つ目は、「国務院独占禁止法律の執行機構」である。しかし、同法により、どの部門に当該「法律の執行機構」を担当させるのかは明確に定められておらず、ただこれは国務院によって確定されることとしている。それゆえ目下、独占禁止による法律の執行機構はもちろん商務部及び国家工商総局が担当している。また、「国務院独占禁止法律の執行機構」は省レベルの地方人民政府における関連部門に当該「独占禁止の職権」を授権することができる。

(3) 独占審査の法定の申請要件

外国投資家は国内企業の買収について以下の事由によって商務部及び国家工商行政管理総局に報告しなければならない。①合併・買収当事者の一方が、同年度の中国市場における売上高が15億元を超えている場合；②関連産業における1年以内の合併・買収企業数が10社を超えている場合；③合併・買収当事者の一方の市場占有率が既に20%に達している場合；④合併・買収により合併・買収当事者の一方の市場占有率が25%に達する場合（「規定」第51条1項）。

なお、前述の要件に満たなくても、商務部及び国家工商行政管理総局が、国内の同業他社、関連する職能部門又は業界団体のリクエストに応じ、外国企業の合併・買収に関わる市場シェアが巨大であり、又は市場の競争に対し重大な影響を及ぼすと判断された場合には、外国企業に当該合併・買収に関する報告を求めることができる（「規定」第51条2項）。

前述のように、当該合併・買収が、中国市場で過度の集中をもたらし、正当な競争を妨害し、消費者の利益を害する恐れがあると判断される場合、外国投資家から全ての審査資料が届いてから90日以内に、商務部及び国家工商行政管理総局は関連する部門、機構、企業及び他の利害関係者と共にもしくは合意による単独の公聴会を開催し、法律によって審査を行い、許可するかどうかを決定することができる（「規定」第52条）。

ところで、前述の「規定」と異なり、『独占禁止法』では、a. 経営者の合併；b.

持分買収又は資産買収によって他の経営者の支配権を求めること；c. 合意によって他の経営者の支配権を求めること、の三つの買収手段が「経営者集中」として設けられている（第20条）。また、同法第21条により、国務院が決めている経営者集中についての報告要件に達した場合、経営者は国務院独占禁止法律の執行機構に申告をしなければならない。しかし、『独占禁止法』では当該申告の法定の要件が明確に定められておらず、国務院によって確定されることとしている。従って、国務院の独占禁止委員会が情状の変化によって申告の法定要件の修正を行うことができる。つまり、現在、当該法定要件については必ずしも明確ではない。

(4) 独占審査の免除申請

「規定」では例外として、外国投資家は以下のいずれかに該当する場合に、商務部及び国家工商行政管理総局に対し独占審査の免除を申請できる。すなわち、当該合併・買収により、①市場の公平な競争条件を改善できる場合；②赤字企業を再編し、かつ就業を保障できる場合；③先端技術及び管理人材を導入し、かつ企業の国際競争力を向上できる場合；④環境を改善できる場合である。

つまり、中国の独占禁止による審査規則は、正当な競争を妨害する恐れがある合併・買収を抑制し、市場占有率の過度の集中を防止することを目的としている。

また、『独占禁止法』により、経営者集中については、次の場合において国務院独占禁止法律の執行機構に対する申告を免除できる。a. 経営者集中の当事者の一方が、他のすべての当事者の50%以上の議決権を持つ株式もしくは資産を有する場合；b. 経営者集中のすべての当事者の50%以上の議決権を持つ株式もしくは資産が、経営者集中以外の同じ経営者に属している場合。従って、市場における競争の構造に対する影響が与えられないため、独占審査を行う必要はないとされる。

従って、「規定」と『独占禁止法』は異なる内容を設け、それぞれの範囲において適用され、衝突していないものである。だが、「規定」のほうは、政府側の政策方針がより理解されやすいと指摘できる。

6. 国家の経済的安全に対する審査

外国投資家による国内企業の買収は、前述のとおり独占禁止による審査だけでなく、国家経済安全への配慮による審査も必要となる。

「外商投資産業指導目録」により、外国投資家は、外資として独资経営してはならない産業に対して買収する際に当該企業の全部の持分を保有することができない；また、中国側が株式の持分支配権または相対的な支配権を有しなければならない産業に対して買収する場合、中国側は買収された企業による持分の支配権または相対的な支配権を有しなければならない；外国投資家が経営してはならない産業に対して、外国投資家は当該産業における企業を買収することができない。（「規定」第4条）

国家の経済的安全に対する審査は、主として、重点産業（重大装備製造業、軍需工業など）、または著名商標もしくは中国の老舗商号を有する国内企業の買収に対し、審査を行う。外商が当該企業に投資する際、一律に商務部による審査認可を得なければならない。地方政府としては、当該審査認可を行う権限がないとする。

また、当事者が商務部に対し審査の認可を申告していなくとも、かかる買収行為が国の経済的安全に重大な影響を及ぼすと判断される場合、商務部は関連部門と共に、当該買収に対して買収取引の停止、関連持分・資産の第三者への譲渡、その他の有効な措置をとることができる。かくして、外資のM&A行為による国の経済的安全保障に対する影響を排除することが可能とされる（「規定」第12条）。

四. ま と め

中国における改革開放の初期のM&Aは、政府が推進したため、政策から強く影響が与えられた。すなわち、市場型ではなく、政策型であった。そのため、利益の衝突に対する解決も、法律ではなく政策に頼られた。近年、経済体制の改革及び市場体制が形成されるに従い、それに対応する法律または法規が徐々に登場してきた。しかしながら、それらの法律はやはり政策的な特徴がよく見られ、M&Aの手段もしくはM&Aの技術がまだ手薄であり、更に改善することが期待されていると考えられる。

参 照 文 献

1. 吳偉央等 『多国籍企業のM&A法律実務』 2007年7月 法律出版社
2. 吳偉央等 『M&A法律実務』 2007年7月 法律出版社
3. 李雨龍編 『投資及びM&A典型的案例の法律評論』 2008年2月 法律出版社
4. 漆彤 『国際M&Aの法律規制』 2006年11月 武漢大学出版社
5. 叶軍、鮑治 『外資による国内企業の合併・買収の法律分析』 2008年1月 法律出版社
6. 華洋編 『企業の改制及びM&A法律実務』 2006年4月 法律出版社
7. 潘福仁編 『株式譲渡契約の効力の司法上難解問題』 2007年12月 法律出版社
8. 史建三編 『中国におけるM&A法制度の報告』（2007年版） 2007年6月 法律出版社
9. 孫効敏 『外資による国有企業の合併・買収の法律問題研究』 2007年7月 北京大学出版社
10. 周友蘇 『新会社法論』 2006年2月 法律出版社
11. 羅文志等編 『上場会社のM&A法律実務』（第二版） 2007年6月 法律出版社
12. 趙旭東編 『新会社法条文解釈』 2005年12月 人民法院出版社
13. 周友蘇編 『上場会社法律規制論』 2006年9月 商務印書館
14. (中国) 商務部条法司編 『「中華人民共和国独占禁止法」の理解及び適用』 2007年10月 法律出版社
15. 周友蘇編 『新証券法論』 2007年4月 法律出版社
16. 陳忠謙 『上場会社のM&A』 2007年3月 法律出版社
17. 張遠忠 『外資による国有企業の合併・買収の法律問題の分析』 2004年3月
18. (中国) 國務院法制弁公室編 『会社法律全書』 2007年3月 中国法制出版社

〔第Ⅱ報告〕

日本におけるM&A法制

鈴木 正彦

1 M&Aの現況と分類

(1) M&Aの件数の推移と金額：M&Aの件数は、1999年に1,000件を超えて以来、2005年には2,725件、2006年は2,764件、2007年は2,696件に達している。金額的には2005年に約11兆4千億円、2006年には15兆円、2007年には約12兆円である。公表義務のない非上場企業の件数を含めると、さらに多くのM&Aが成立していると推測される（いずれもレコフ調べ）。2007年は前年比4%減の件数であったが、海外企業による日本企業のM&Aに限れば、件数は33%も増加している。外国人投資家による日本株離れが進む一方で、日本企業が保有する優良な不動産や経営資源は海外企業にとってなお魅力を失ってはいないといえる（日本経済新聞2008年4月2日朝刊参照）。

(2) M&Aの件数急増の背景事情として次のことが考えられる。①国際展開する企業が競争力強化のために外国企業への多額の投資の増加、②成熟企業における生き残りをかけた業界再編への活用、③日本において大多数を占める中小企業の事業承継への利用、などである。このように、M&Aは日本企業にとって特別な出来事ではなく、経営者が常に意識しておかなくてはならない経営上の選択肢となっているといえることができる。

(3) M&Aとは何か：M&Aは **Mergers & Acquisitions**（合併と企業買収）の略であるが、いわゆる企業の組織再編行為のことである。これを体系化すると次のようにいえよう。企業買収は大きく、①買収、②合併、③資本移動を伴う提携、④資本移動を伴わない提携（業務提携）に分けるこ

とができる。①の買収は、株式取得（資本参加）、事業譲渡・譲受（資産買収）、会社分割に分類される。さらに株式取得には、株式譲渡、新株引受、株式交換、株式移転が含まれる。②の合併は吸収合併と新設合併に分類される。③の資本移動を伴う提携に含まれるのは、資本業務提携と株式の持合いである。④の資本移動を伴わない提携には、共同開発・技術提携、販売提携などがある。これらを総括してM&A行為と呼んでおこう。

ちなみに最近10年のM&A行為件数のデータを示しておこう（レコフ調べ）。

年 \ 類型	合併	会社分割	株式交換 株式移転	事業譲渡	資本参加	TOB	MBO
1998年	68	——	——	213	247	9	2
1999年	107	——	23	269	361	11	14
2000年	96	——	48	335	715	15	13
2001年	80	153	58	381	628	20	33
2002年	85	229	65	432	555	16	42
2003年	70	198	51	423	473	26	34
2004年	70	233	98	477	664	33	43
2005年	88	281	102	408	902	50	67
2006年	86	309	87	463	881	65	80
2007年	78	290	56	413	784	87	89

* 「資本参加」は50%以下の資本参加を意味し、株式交換・株式移転はこの件数に含まれない。

2 M&A法制に関する改正の流れ

1997年、独占禁止法は、持ち株会社の設立の原則禁止から原則自由・例外禁止へと改正し、持ち株会社の設立を解禁した。それを受け、1999年商法は、完全親子会社の創設すなわち持ち株会社の形成・設立を可能とする制度である株式交換・株式移転制度を導入した。また、2000年に、会社分割制度を導入したほか、簡易組織再編行為も認めた。そして、2005年の「会社法」制定（合併等対価の柔軟化を除き2006年5月施行）の下では従来のM&A行為が維持されたほか、簡易組織再編行為の要件が緩和され、略式組織再編行為も新設された。また吸収合併等の場合における対価の柔軟

化が認められた(2007年5月施行)。このようにおよそ考えられる限りのM&A行為の自由化が会社法によってもたらされた。

3 会社法における企業のM&A行為の分類

M&A法制のうち会社法は、組織変更(会2条26号)、吸収合併(会2条27号)、新設合併(会28号)、吸収分割(会2条29号)、新設分割(会2条30号)、株式交換(会2条31号)、株式移転(会2条32号)をまとめて第5編(会743条以下)で規律し、事業譲渡等については第2編のひとつの項目(第7章467条以下)として規定している。株式取得については、株式の譲渡として会社法127条以下で規定している。

会社法は第5編において、企業組織の再編行為を、①吸収合併、②新設合併、③吸収分割、④新設分割、⑤株式交換、⑥株式移転に分類している。吸収合併、吸収分割、株式交換は、当事会社がそれぞれの権利・義務(合併にあっては会社の権利義務のすべて、会社分割にあっては事業に関する権利義務、株式交換にあっては株式全部)を「既存会社」に取得または承継させる行為である点で共通する。また、新設合併、新設分割、株式移転は、当事会社のそれぞれの権利・義務を「新設会社」に取得・承継させる行為である点で共通する。これらの組織再編行為につき、株主・債権者の保護の見地から共通して、次のような規律が置かれている。ア. 合併契約書等の基本事項の法定、イ. 株主の承認手続、ウ. 事前・事後の開示手続、エ. 反対株主の株式買取請求権、オ. 新株予約権の取扱い、カ. 債権者保護手続、キ. 簡易組織再編行為、ク. 略式組織再編行為、ケ. 効力発生日、コ. 組織再編行為の無効の訴え制度、である。簡易組織再編行為とは、存続会社に比べて消滅会社の規模が小さい等、存続会社の株主に及ぼす影響が軽微であることを評価して、存続会社の組織再編のための株主総会承認決議を行わない組織再編行為である。これには「簡易合併」・「簡易分割」・「簡易株式交換」さらに「簡易な事業全部の譲受け」がある。また略式組織再編行為とは、組織再編行為の当事会社の一方が他方の当事会社(従属会

社)の総株主の議決権の10分の9以上を有するとき(いわゆる「特別支配会社」)は、手続きの簡素化を図って、従属会社の組織再編に係る株主総会承認決議を要しない組織再編行為である。これには略式合併、略式分割、略式株式交換さらに略式事業譲渡がある。さらに、会社法は、組織変更行為の共通性に対応して、合併、会社分割、株式交換・株式移転につき横断的な手続規定を置いている。

4 対価の柔軟化

旧法の下では消滅する会社の株主に交付する対価は、原則的に存続会社または新設会社の株式であったが、新会社法のもとでは、企業の組織再編をより容易にするという観点が重視され、組織再編行為の対価として、存続会社の株式だけでなく、社債、新株予約権、新株予約権付社債、金銭その他のあらゆる法律上の財産を交付することが認められた(会749条1項2号・751条1項3号・758条1項5号・760条1項5号・768条1項2号・770条1項3号)。このことはM&Aを容易にするというメリットを有すると同時に、金銭をもって消滅会社の少数株主を存続会社から締め出すこと(cashout merger)を可能とするというデメリットを持つことになる。したがって、少数株主の保護が重大な課題となる。これについては最低限、次のことが確保されなければならないといえよう。①対価の相当性が確保されなければならない、②少数株主の締め出しが唯一の目的である場合、瑕疵ある株主総会決議として総会決議の取消・無効確認の訴えの対象(会831条・830条)とすべきである。

5 親子会社関係

M&A行為はグループ企業間における効率的経営を図る制度的な基盤として利用される。最近顕著なのが持ち株会社を頂点として、その傘下に多くの子会社をぶら下げる形態である。持ち株会社を創設する方法として利用されるのが、株式交換・株式移転制度である。また、持ち株会社の傘

下に子会社を形成し、あるいはグループを構成する会社間の重複する事業を調整する制度として会社分割、事業譲渡、合併制度が利用される。このようにM&A行為によって通常、企業結合関係、いわゆる親子会社関係が形成される場合が多い。会社法は親会社・子会社について新たな定義を採用するとともに、「企業集団」（たとえば、会社法施行規則100条1項5号にいう「親会社及び子会社から成る企業集団」における内部統制体制の整備）の用語も採用している。以下では、親子会社に関連した事柄について説明する。

(1) 親子会社の定義：会社法のもとでは、対象企業を株式会社に限定せず、またその判定基準については、議決権の過半数という形式的基準ではなく、「経営を支配」、すなわち、「財務及び事業の方針の決定を支配している」か否かという実質的基準により「子会社」・「親会社」を定義している（会2条3号・4号、会社法施行規則3条）。これは金融商品取引法（証券取引法）に基づく財務諸表規則8条3項・4項と軌をほぼ同一にするものである。また、発行済株式のすべてを親会社に保有されている会社を「完全子会社」、子会社の発行済株式のすべてを保有する会社を「完全親会社」という（たとえば株式交換によって創設される親子会社は特に「株式交換完全親会社」・「株式交換完全子会社」である（会768条）。

(2) 親子会社関係が形成された場合、親会社が子会社に与える影響（危険性）には次のようなものがある。①子会社が親会社企業の利益創出の道具へと変質される。②親会社の意思によって子会社の財産および損益の帰属が決定される。③子会社をめぐる利害関係人の利益調整を果たすべき諸機関の機能が十分に働かなくなることである。また、子会社に与える影響のほか、親会社経営者が親会社における自己の支配権を維持するために子会社を利用する可能性も生ずる。

(3) 親子会社で生ずる影響（危険性）に対する対策もいまだ十分ではないが、現行法では次のような仕組が用意されている。なお、親子会社法制は今後の重大な立法課題である。

- ① 親会社の監査役、監査委員会、会計監査人、会計参与および検査役に対して、その職務を行うにつき必要があるとき、たとえば親会社が子会社を利用して粉飾決算などを行うことを防止または発見することを目的として、子会社に対して事業の報告を求め、または子会社の業務および財産の状況を調査する権限を認めている（会381条3項・4項、389条5項・6項、405条2項・3項、396条3項・4項、374条3項・4項、358条4項）。
- ② 株式交換等で完全親子会社関係が形成され、親会社が子会社に対する統括・管理のみを行う会社（純粹持ち株会社）となったときは、完全親会社の株主の利益はその会社が投資している子会社の業績、完全親会社の取締役の業務執行に大いに左右されることになる。ここに、完全親会社株主の保護の必要性が顕著に現れることになる。会社法は、親会社が純粹持ち株会社となった場合のみを念頭においているわけではないが、親会社株主を保護すべく、親会社株主に子会社のさまざまな書類の閲覧・謄写権を認めている。親会社の社員（親会社の株主・社員をいう、会31条3項）は、その権利を行使するために必要があるときは、裁判所の許可を得て、株主名簿（会125条4項・5項）、新株予約権原簿（会252条4項・5項）、株主総会議事録（会318条5項）、取締役会議事録（会371条5項・6項）、委員会議事録（会413条4項）、会計帳簿（会433条3項）、計算書類（会378条3項、442条4項）、社債原簿（会684条4項・5項）の閲覧・謄写を求めることができる。
- ③ 子会社の少数株主保護については、会社法は直接の規定を持たないので、個別規定の類推適用によって行うほかはない。たとえば、支配株主である親会社が子会社との取引において、株主の権利行使に関する利益供与にあたる場合は、会社法120条（利益供与の責任規定）の適用が考えられる。また、支配株主である親会社が、子会社の株主総会で議決権を行使した結果、子会社の少数株主にとって著しく不公正な決議が成立した場合は、会社法831条1項3号により、株主総会議決取

消の原因となる。

- ④ 子会社の債権者保護についても会社法はいまだ十分な規定を持たない。裁判例では、下級審判決であるが、親子会社関係と法人格否認の法理が問題となったものがある（仙台地判昭45・4・19判時588・38, 金・商211・17）。それによると、親会社の子会社の業務財産を一般的に支配しうるに足りる株式を保有するとともに、親会社の子会社を企業活動の面において現実に統一的に支配している場合であって、債権者が子会社に対する関係で消極的に因果の関係で債権者となった受動的な立場（自ら積極的に子会社との取引を選択した能動的債権者と区別される）にあるときには、親会社はその受動的債権者に対して責任を負うとしている。
- ⑤ 子会社を用いた親会社経営者の支配権維持の防止について、会社法は子会社による親会社株式の取得を原則禁止している（会135条）。また、株式相互保有規制の観点から、4分の1以上の議決権を保有された会社による議決権行使は認められない（会308条1項本文かつこ書）。したがって、子会社が例外的に親会社の株式を有する場合にはその議決権は認められない。

6 企業買収

(1) 総論：証券取引所にその発行株式を上場している会社（上場会社）は、各証券取引所の規則が譲渡制限株式の上場を認めていない（東京証券取引所・株券上場審査基準4条1項11号など）ので、上場会社の株式の譲渡は制限されず（会127条）、その株式は市場において自由に売買されることになる。したがって、発行会社の議決権のある株式の過半数を取得した場合、その会社の経営権（支配権）を取得することが可能となる。現経営陣の同意ないし協力を得ることなく、上場会社の経営権の取得を図ることは一般に「敵対的買収」と呼ばれている。

日本において成立している企業買収のほとんどは、現経営陣の同意や協

力を得て行われる友好的買収であるが、敵対的企業買収も最近増加しつつある（公開買付に際し、公開買付をおこなう者は、公開買付開始の公告及び公開買付届出書を提出しなければならない（金融商品取引法27条の3）。それに対して公開買付対象者は、それに対する意見表明報告書を提出しなければならない（同法27条の10）。2007年におこなわれた87件の公開買付に際し、賛同78件、中立2件、反対5件、その他1件であった（レコフ調べ）。そのため敵対的買収に備える防衛策の是非も議論されている。

(2) 事例：著名な先例となったニッポン放送事件（東京高決平成17・3・23判時1899号56頁）は、敵対的買収時に対抗策として発行された新株予約権が不正発行に当たるか否かという事案である。裁判所の判断を要約するとおよそ次のようなものである。

現に経営支配権の争いが生じている場面では、経営支配権の維持・確保を目的とした新株予約権の発行は原則として許されないとして発行差止請求を認めたとうえで、株主全体の利益確保の観点から、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指さず、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復しがたい損害をもたらす事情があることを会社が疎明、立証した場合は、例外的に支配権維持を目的とする新株予約権発行は正当化される特段の事情がある、としている。その「特段の事情」として挙げられたのは次の場合である。敵対的買収者が濫用目的をもって株式を取得している場合、すなわち、敵対的買収者が①いわゆるグリーンメイラーである場合（高値で株式を会社関係者に引き取らせる目的での株式の取得）、②焦土的経営を行う目的で買収している場合、③標的となる会社の資産を買収会社やそのグループ会社の債務の担保等に流用する予定で株式の買収を行っている場合、④会社経営を一時的に支配して、会社の事業に当面関係していない資産を売却し、その処分利益をもって一時的な高配当あるいはそれによって株価の急上昇の機会を狙って株式の高値売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合である。このような会社を食い物にする企業買収に際しては、取締役会は対抗手段として必要性や相当性が認められる限り、経営支配権

の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の発行を行うことが正当なものとして許される、とされる。

(3) 買収防衛策：防衛策には、敵対的買収者の出現時（有事）になされるものと、いわゆる「平時」になされるものがある。一般に、企業の価値よりも時価総額の低い企業が標的となりやすい。したがって、収益力を高め、株価を高めることが、「平時」のもっとも基本的な防衛策といえよう。

株式会社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針を定めている場合には、事業報告の内容としなければならない（会社則127条）。買収予防策もこれに含まれる。

(3)-1 主要な買収防衛策

- ① 全部取得条項付種類株式の利用：全部取得条項付種類株式とは、二つ以上の種類株式を発行している会社において、ある種類の株式全部を株主総会の特別決議によって取得すること認める種類株式のことをいう（会108条1項7号、2項7号、324条）。会社法では、定款変更を介して、すでに発行している普通株式を全部取得条項付種類株式に転換する手続（会111条2項、322条1項1号イ）も設けた。これによって、敵対的買収者の出現に際し、会社は敵対的買収者の有する取得条項付株式、あるいは敵対的買収者以外の保有する取得条項付株式を強制的に取得することが可能となる（会108条1項6号、2項6号）。
- ② 取得条項付新株予約権の利用：敵対的買収者が一定割合以上の株式を買い占めるなどの一定の事情が生じたことを条件として、買収者以外の株主にあらかじめ株式が発行されることを認める新株予約権の発行が可能である（会236条1項7号）。
- ③ 拒否権付種類株式の発行：合併など会社の基礎に関わる重要事項について拒否権をもつ種類株式（いわゆる黄金株）を友好的な企業に発行し、保有させる方法である。この黄金株に譲渡制限をかければ、敵対的企業に譲渡されるおそれなくなる（会108条1項4号・8号）。
- ④ 議決権の制限：定款変更により、一定割合以上の株式を保有した場

合には、議決権の行使を制限することが可能となる（会108条1項3号）。

①、②は買収者の議決権比率を低下させる方法であり、ライツ・プランと呼ばれる。

* 経済産業省の「企業価値研究会」は買収防衛策に関する報告書を2005年5月27日に公表した。また同日、経済産業省と法務省は共同で「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を公表した。このガイドラインは防衛策につき次の3つの原則を示している。①企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則、②事前開示・株主意思の原則（防衛策は事前に開示し、株主総会の承認をえて導入しなければならない。取締役会で導入する場合には株主の意思で廃止できる措置を採用しなければならない）、③必要性・相当性の原則（防衛策は過剰なものであってはならない。たとえば、黄金株は会社法上利用可能であるが、東京証券取引所は、投資家保護の観点から、上場につき厳格に審査するとしているため、防衛策としては利用が困難といえよう。

さらに、企業価値研究会は、2008年6月11日に敵対的買収防衛策のあり方に関する報告書をまとめた。経営者が保身のために防衛策を発動することは許されないとされる。報告書は6月30日に公表された。

* 東京証券取引所は、過剰な買収防衛策や大規模な第三者割当増資などの企業価値そして株主の利益を損なう企業行動を是正すべく上場会社に対して新たな行動指針を導入する見込みである。2008年秋にも要綱をまとめるという。そのターゲットになっている企業行動の例として、①企業買収防衛策を横並びで導入する、②議決権の過半数近くを握るオーナー企業が企業買収防衛策を導入する、③大量の新株発行によって一株当たりの利益を低下させ、既存株主の利益を損なう、④上場会社の社外役員の大半を親会社出身者が占めるなど、独立性に問題があるなどの行為である（2008年5月28日付日本経済新聞（朝刊）記事参照）。

(3)-2 株式公開買付（TOB）に対する規制 敵対的企業買収で利用される仕組が株式公開買付（TOB）である。株式公開買付の利用は、前出の表にあるように近時急増し、2007年の1年間では80件を超えている。このようなM&A市場の環境変化に対応して、「証券取引法」は「金融商品取引法」と改称され、公開買付規制についても多くの改正がなされた。その要点は、①強制的公開買付規制の対象となる取引の範囲の見直し及び明確化

(金取法27条の2), ②株主・投資家への情報提供の充実化・熟慮期間の確保(金取法27条の10), ③公開買付の撤回・買付条件の変更の柔軟化(金取法27条の11), ④全部買付義務の導入(金取法27条の13), などである。

最近の主要な TOB 利用事例

1999年 英C & Wが国際デジタル通信に敵対的 TOB

2000年 MAC(村上ファンド)による昭栄への敵対的 TOB

03年 スティール・パートナーズによるソトーなどへの敵対的 TOB

04年 三菱東京 FG と UFJHD の合併発表, 三井住友 FG が合併提案

05年 ライブドアによるニッポン放送株取得⇔フジテレビによるニッポン放送に TOB

06年 王子製紙による北越製紙への敵対的 TOB

07年 大阪製鉄と東京鋼鉄の株式交換が委任状争奪戦で白紙になる。

スティール・パートナーズによるブルドックソースへの敵対的 TOB

※いずれの敵対的買収も結果的に成功していない。

(3)-3 近時, 経営者による企業買収(MBO)の件数も急増している(2007年には89件あまり)。これも TOB を利用してなされる場合が多い。しかし, MBO による買収は, 経営者が買収者と被買収者代表の2つの顔を持つため利益相反問題が起きやすい。買い取り価格の公正確保と十分な情報開示が求められる。

7 M & A 法制の問題点, 特に少数株主保護の必要性

対価の柔軟化を含むM & A行為の自由化に伴い, 少数株主の利益が損なわれる事例が多く報告されるようになって来た。近時の裁判例では, 旧カネボウの一部株主が, 会社の提示した株式買取価格が不当に低いとして価格決定を求めた裁判例がある(東京地裁平成20年3月14日決定, 金融・商

鈴木・徐・黄：日本と中国におけるM&Aの現状について

事判例1289号 8頁以下)。それによれば、会社の提示額1株162円（これはTOB 価格に相当する）に対し、買取価格は1株360円が妥当であると判示した。旧カネボウ事件は、産業活性化による主力事業の営業譲渡事例であったが、このほかにも、会社の提示した価格に対して株主が提訴している事例として、MBOに関連するレックスHD事例、サンスター事例、サイバードHD事例、完全子会社化に関する扶桑レクセル事例、日興コーディアルグループ事例などがある（日本経済新聞2008年3月15日朝刊参照）。このような問題が生ずる背景としては、たとえば旧カネボウ事件では会社を高く売る努力をすべき取締役が、会社をできるだけ安く買いたいファンド側の関係者であったという利益相反状態が成立していることを指摘できよう。このような状態は経営陣が参加する買収であるMBOでも発生する。したがって、今後、実務界では、会社の提示する株価の算定にあたって利益相反状態を解消すべく、独立した主体、たとえば社外取締役等による判断を行うようすべきであるし、また早急な法制上の整備も必要である。

参 考 文 献

1. 落合誠一編著『わが国M&Aの課題と展望』商事法務 2006年5月
2. 宮島英昭『日本のM&A』東洋経済新報社 2007年6月
3. 岡部光明『日本企業とM&A』東洋経済新報社 2007年5月
4. 野村修也・中東正文編集『M&A判例の分析と展開』経済法令研究会2007年7月
5. 別冊商事法務編集部編『合併等対価の柔軟化への実務対応』（別冊商事法務309号）商事法務2007年11月
6. 別冊商事法務編集部編『買収防衛策の事例分析』（別冊商事法務310号）商事法務2007年11月
7. 別冊商事法務編集部編『ブルドックソース事件の法的検討 買収防衛策に関する裁判経過と意義』（別冊商事法務311号）商事法務2007年11月
8. 神田秀樹監修『敵対的買収防衛策 企業社会における公正なルール形成を目指して』（財団法人 経済産業調査会 2005年8月
9. 鈴木義行『M&A実務ハンドブック（第3版）』中央経済社 2006年10月
10. 小本恵照・尾関純『図解M&Aの仕組（第2版）』中央経済社 2007年7月
11. 仰星監査法人『Q&A企業再編のための合併・分割・株式交換等の実務（改訂

版)』清文社 2007年4月

12. 奈良輝久他編著『M&A法制の羅針盤』青林書院 2007年9月
13. 江頭憲治郎・久保利英明・野宮拓・西本強『株主に勝つ・株主が勝つ—プロキシ
ファイトと総会対策』商事法務 2008年3月

M&Aの専門誌として

- 1 MARR (M&A専門誌マール) レコフ 月刊
- 2 M&A Review ポリグロット・インターナショナル 隔月刊