



吸収合併による全体上場にみる 支配株主の行為に関する研究¹

— 塩湖カリ肥料による塩湖集団の吸収合併を例として —

李 鳳雲[※]

要 約

1. 2004 年以降 8 年近くの間、140 のグループ企業が次々に全体上場を行った。特に、2007 年以降その動きは加速し、133 グループが全体上場し、ピークを迎えた 2011 年には年間で 30 グループが全体上場した。うち、11 件が吸収合併を選択した。吸収合併による全体上場を行ったグループ企業の共通点は、吸収合併当事者の双方に同じ支配株主がいることである。支配株主には、利益操作や株価誘導などによって買収合併の対価に影響を与えることで、より多くの利益を得るというインセンティブが働く。
2. 共通の支配大株主が主導する吸収合併では、理論上、大株主が中小株主の利益を侵害する可能性がある。吸収合併の実現過程において、特にグループ上場に関して、大株主はインサイダーかつ支配株主であるため、吸収合併時期を効果的に操作することが可能である。重要事項を株主総会の議決によって決定することや、利害関係者を議決に参加させないことが法律で定められているものの、実際の運用状況は理想とは異なっている。
3. 既存の研究においても、共通の支配大株主が主導する吸収合併では、法律による保護や監視制度の不備から、中小株主の利益が大株主によって著しく阻害されていることが指摘されている。筆者は、中小株主に対する利益の侵害を防ぐ為に、①吸収合併に関する取引停止・再開制度の改善、②吸収合併に関する情報開示の拡大、③吸収合併にかかるインサイダー取引の防止等を推進していく必要があると考える。

¹ 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2013 年第 3 期掲載の「吸収合併による全体上場にみる支配株主の行為に関する研究—塩湖カリ肥料による塩湖集団の吸収合併を例として—」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

[※] 李鳳雲 中国人民大学財政金融学院 副教授、中国人民大学金融証券研究所 研究員

I. はじめに

TCL グループが 2004 年に中国初のグループ全体上場を果たしてから 8 年近くの間、140 のグループ企業が次々に全体上場した²。このうち、2007 年までに全体上場したのがわずか 9 グループであったのに対し、2007 年以降では 133 グループが全体上場し、ピークを迎えた 2011 年には年間で 30 グループが全体上場した。このうち、吸収合併の形を取ったのは 11 件である（図表 1）。

このような吸収合併によって全体上場したグループ会社の共通点は、吸収合併当事者の双方に同じ支配株主がいること、つまり同一株主による共通支配下にあることである。支配株主には、利益操作や株価誘導などによって買収合併の対価に影響を与えることで、より多くの利益を得るといったインセンティブが働く。

既存の研究においても、法律による保護や監視制度の不備から、中小株主の利益が大株主によって著しく阻害されていることが指摘されている。特定株主の圧倒的な株式保有率に起因する問題は、今後さらに深刻化しかねない（姜付秀ほか（2007）、韓蘇東（2009）、呉曉輝（2009）、孫勝林・郭文穎（2010）、羅忠洲ほか（2010））。また La Porta ほか（2000）は、研究の結果、支配株主による中小株主の利益の損失を、①取引を通じた会社資源の移転、②当該会社における支配株主の権益拡大——の二つに分類している。

本稿では、青海塩湖鉀肥股份有限公司（以下、塩湖カリ肥料）が株式交換によって青海塩湖工業（集団）有限公司（以下、塩湖集団）を吸収合併した案件を例として、共通支配下での吸収合併をめぐる株主行為の問題について検討する。吸収合併には、①現金による資産取得、②現金による株式取得、③株式と資産の交換、④株式交換、などの形式がある。中国における吸収合併の

図表 1 株式交換による吸収合併の形で全体上場を実現したグループ会社

	株式交換実施者	株式交換対象者	存続会社	合併の形式
1	TCL通信	TCL集団	TCL集団	支配株主が親会社を吸収合併
2	華聯大廈	百聯股份	百聯股份	子会社間の吸収合併
3	上海港コンテナ	上海港集団	上海港集団	支配株主が親会社を吸収合併
4	株洲湘火炬スパークプラグ	濰柴動力	濰柴動力	支配株主が親会社を吸収合併
5	葛洲ダム	葛洲ダム水利水電工程集団	葛洲ダム集団	親会社が支配株主を吸収合併
6	東軟股份	東軟集団	東軟集団	支配株主が親会社を吸収合併
7	上電股份	上海電気	上海電気	支配株主が親会社を吸収合併
8	中西薬業	上海医薬	上海医薬	子会社間の吸収合併
9	上実医薬	上海医薬	上海医薬	子会社間の吸収合併
10	塩湖集団	塩湖カリ肥料	塩湖カリ肥料	親会社が支配株主を吸収合併
11	萊鋼股份	済南鋼鉄	済南鋼鉄	明確な株式持ち合いなし

（出所）Wind 資訊

² 2006 年から現在（2012 年 11 月 22 日）までに、割当増資した上場会社である。データ出所は Wind（万得）金融データ端末データベース及び CSMAR（国泰安）データベース。手作業によるデータ抽出に当たっては、主に「非公開株発行状況報告書」及び「資産評価報告」などの上場企業の発表を参照した。

事例では、株式交換による全体上場が一般的で、資産や株式を現金で取得した事例は見られない。株式と資産の交換、株式交換による吸収合併において、存続会社と合併対象会社の株主の利益は、株式交換比率に反映される。このため、株主間交渉の焦点は株式交換比率に置かれる。

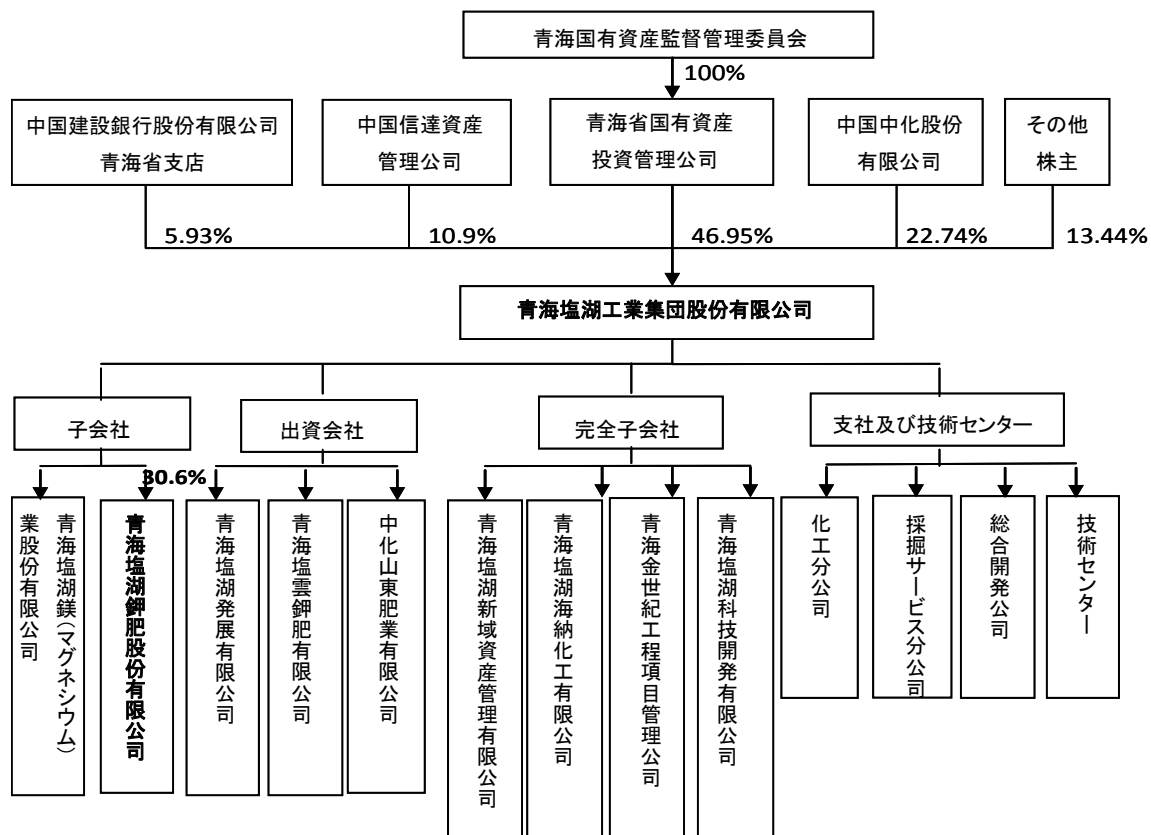
II. 事例の基本的概要

1. 買収合併の当事者双方及び合併の背景

塩湖集団は、同社子会社である塩湖カリ肥料に株式交換による親会社（＝塩湖集団）の吸収合併を行わせる形で、主要な事業資産の全体上場を実現させた。塩湖カリ肥料は合併の実施者かつ存続会社であり、塩湖集団は合併対象者であった。合併の完了後、塩湖集団の資産、負債、業務、人員はすべて塩湖カリ肥料に組み入れられ、塩湖集団の法人資格は抹消された。

塩湖カリ肥料の支配株主は塩湖集団であり、実質的な支配者は青海省政府内の国有資産監督管理委員会（以下、青海国資委）が所轄する青海省国有資産投資管理有限公司（以下、青海国投）である。塩湖集団の大株主には青海国投、中国中化股份有限公司、中国信達資産管理公司、中国建設銀行股份有限公司などが名を連ねる。吸収合併に関わった会社と実質的な支配者との資本・支配関係は図表2に示す通りである。

図表2 買収合併双方の株式保有構造



(出所) 塩湖カリ肥料、塩湖集団サイトより筆者作成

塩湖カリ肥料と塩湖集団の合併に関する発表によれば、今回の株式交換による吸収合併には、スケールメリット、シナジー効果、同業種間の競争・関連取引の解決という三大目的がある。

第一の目的はスケールメリットである。塩湖集団、塩湖カリ肥料はいずれもチャルカン（察爾汗）塩湖の資源を利用した塩化カリウムの開発・生産・販売を主要業務としている。塩湖カリ肥料による塩湖集団の吸収合併後は、塩湖集団の主要事業資産を上場会社に移し、塩湖カリ肥料の基幹業務を拡大・強化し、経営規模を増強することが可能になる。2009年6月30日時点で、塩湖カリ肥料が保有する塩化カリウムの残存可採埋蔵量は335万6,700トン、一方の塩湖集団の持つ残存可採埋蔵量は5,413万8,600トンに上る。塩湖カリ肥料の合併後の総資産は、106億6,000万元から249億5,300万元に増え、資産規模は一挙に134.08%増加した。

第二の目的はシナジー効果である。今回の合併完了後、存続会社となった塩湖カリ肥料の主要業務の構造は多様化され、今後は塩湖資源の有効開発・利用、セメント生産、撮影機材の生産・販売、チェーン店の経営、ホテル・不動産業務などの分野での新規事業開拓が見込まれる。双方の資源や生産技術を整理統合することで、産業間の連携を従前よりも整った形へと整備し、存続会社の総合力やリスク抵抗力を大きく強化できる。さらに、経営陣の数を少なくすることで、経営コストの抑制や、意思決定の効率化も可能になる。

第三の目的は、買収合併による同業種間の競争や関連取引問題の解決である。塩湖集団と塩湖カリ肥料の間には、水・電力、布バッグ・薬剤の供給、建設・運輸にかかる労務、土地・建物リース、特許ライセンス、原料となる塩水の買い付けなどで関連取引があった。2社の株主は、関連取引にかかる使用料の金額をめぐるそれぞれ対立し、利害の調整が困難であった。さらに、塩湖集団と塩湖カリ肥料の主要業務はいずれもチャルカン塩湖の資源を利用した事業であり、両社間で資源権益の配分は行われていたものの、塩湖の資源は液体が主体であるため、正確な分配は困難であった。吸収合併後は、資源の帰属をめぐる双方の株主の対立がなくなり、関連取引も解消され、双方の株主の利益最大化や、会社運営のさらなる規範化に役立った。

2. 合併の手法

塩湖カリ肥料と塩湖集団は2008年6月26日、一回目の売買停止期間に入り、合併手続きに着手した。株式交換比率の確定に当たり、まずは流通市場における平均株価と2008年上半期（1～6月）の1株当たり利益から、大よその株式交換比率を算出した。

決定基準日より20営業日前の塩湖カリ肥料と塩湖集団の株価は、それぞれ83.48元/株、33.02元/株であり、これに基づけば株式交換比率は2.53:1となる。

一方、塩湖カリ肥料と塩湖集団の2008年上半期の1株当たり利益は、それぞれ0.6645元/株、0.2512元/株であり、これに基づけば株式交換比率は2.65:1となる。

塩湖カリ肥料と塩湖集団の共通株主である青海国資委、青海国投及び複数のファンド運営会社は、2008年6月26日から2008年12月25日までの売買停止期間中に協議を行い、市場価格を基準に、塩湖カリ肥料の株主に一定のプレミアムを与える形で、最終的な株式交換比率を3:1と設定した。つまり、塩湖集団の株式3株を塩湖カリ肥料の株式1株に交換する案である。ただし、同案は国有資産管理部門の承認を得られず、再度協議の上で確定することとなった。

塩湖カリ肥料と塩湖集団が再度示した案では、価格決定基準日を2009年7月25日、つまり塩湖カリ肥料の第4期董事会（取締役会）第16回会議、塩湖集団第5期董事会第17回会議の決議結果発表日と定めた。両社の株式交換比率は、価格決定基準日より20営業日前のA株平均価格

を基に 2.04 : 1 と定めた。つまり、塩湖集団の株式 2.04 株を塩湖カリ肥料の株式 1 株と交換する案である。同案には、機関投資家、特に QFII（適格外国機関投資家）からの反対意見があった。その背景として、第 1 回の売買停止期間中（2008 年 6 月 26 日～12 月 25 日）に、深圳成分指数は 9,981.17 ポイントから 6,817.96 ポイントまで下落し、下落率が 31.69% に達していたのに対し、第 2 回の売買停止期間中（2009 年 6 月 26 日～7 月 25 日）には、深圳成分指数が 11,406.42 ポイントから 13,627.20 ポイントまで上昇し、上昇率が 19.47% に達していたことがある。2 回の売買停止期間中に証券市場は大きく変動したが、流通株の比率が少ないことなどが原因で、塩湖集団の株価下落幅は塩湖カリ肥料より小さかった。塩湖集団の利益は主にカリ肥料業務によるもので、その収益は塩湖カリ肥料と高い関連性がある。この期間、カリ肥料の価格はある程度下落したものの、合併当事者双方の他のファンダメンタルズには重大な変化はなかった。このため、2.04 : 1 の株式交換比率を採用すれば、塩湖カリ肥料の株主にとって不公平になる。双方が協議した結果、2011 年 1 月 29 日に発表された実施案では、株式交換比率が 2.9 : 1 に設定された。つまり、塩湖集団の株式 2.9 株を塩湖カリ肥料の株式 1 株と交換する案である。塩湖集団の株式交換基準株価は 25.46 元/株であるため、2.9 : 1 の比率の場合、塩湖カリ肥料の設定価格は 73.83 元/株に相当する。つまり、塩湖カリ肥料の株主は、塩湖カリ肥料の基準価格（51.86 元/株）に加えて 42.36% のリスクプレミアムを得る計算になる。また、同案に異議のある株主には、株式買取請求権（塩湖カリ肥料の株主向け）または現金交換の選択権（塩湖集団の株主向け）を与え、権利行使の場合の価格をそれぞれ 51.46 元/株、25.26 元/株に設定した。

Ⅲ. 共通の支配大株主の利益操作に関する分析

塩湖集団及び塩湖カリ肥料の共通支配者は、吸収合併による裏口上場³、利益操作、発表時期の調整などによって利益の拡大を図った。

1. 親会社の裏口上場を待って吸収合併し、支配株主の株式保有率を拡大

塩湖カリ肥料が塩湖集団を吸収合併するに当たっては、親子会社間で通常行われる、直接吸収合併を行う方法を選択せず、裏口上場を経た親会社を吸収合併する形を取った。二つの方法を比べると、後者の方がより多くの株式を実質支配者が獲得できる方法となっている。

直接株式交換を行う吸収合併の場合、割当増資による株式の追加発行数は、裏口上場を行ってから吸収合併する場合に比べ、かなり少なくなる。塩湖集団の裏口上場前、2006 年 12 月 31 日を基準日とした場合、原価加算法に基づく純資産評価総額は 106 億 2,300 万元、現在価値法に基づく評価総額は 116 億 5,200 万元⁴であった。2006 年 12 月 31 日を割当増資の価格決定基準日とした場合、基準日から 20 営業日前までの期間の塩湖カリ肥料の平均株価は 23.79 元となる。証券監督管理委員会（以下、証監会）の規定によれば、割当増資の発行価格は、価格決定基準日より 20 営業日前の平均株価の 90% を下回ってはならない。つまり、塩湖カリ肥料が塩湖集団に割当増資する場合の価格設定は、21.41 元（23.79 元の 90%）を下回ってはならない。増資にかかる

³ 裏口上場とは、上場することができないが上場するメリットを得たい企業が上場企業を逆買収することによって上場審査を通らずに上場企業になること（訳者注）。

⁴ データ出所「青海塩湖工業（集団）有限公司の全体資産評価事業にかかる資産評価報告書」2007 年、41-42 ページ

経費やプレミアム、配当の調整などを考慮しない場合、株式追加発行数は 5 億 500 万～5 億 4,400 万株程度になる。一方、塩湖集団の支配株主である青海国投が獲得する株式は 2 億 3,700 万～2 億 5,600 万株となり、これは株式総発行額の 22.25%～23.75%に相当する。

塩湖集団の裏口上場後、1 株当たりの市場価値（株価）は事前の評価額を大きく上回った。塩湖集団と塩湖カリ肥料はいずれも資源の独占的利用を強みとしているため、株式市場からの評価が高い。塩湖集団の上場以降、株価は急激に上昇し続けている。広発証券の推計では、合併に向けた割当増資価格の決定基準日時点で、塩湖集団の評価総額は 183 億 7,300 万元、1 株当たりの評価額（未上場）は 5.99 元、塩湖カリ肥料の評価総額は 131 億 3,000 万元、1 株当たりの評価額（上場）は 17.10 元⁵とされた。価格決定基準日の 20 営業日前、塩湖集団と塩湖カリ肥料の A 株市場平均株価はそれぞれ 25.46 元と 53.53 元であり、時価が評価額を大きく上回っていた。

このため、塩湖集団の裏口上場を経て吸収合併を行う段階で、市場の評価は裏口上場時の純資産評価総額 106 億 2,300 万元から、781 億 200 万元まで急上昇しており、実際の株式発行数も 10 億 5,800 万株近くに達した。これは、通常的手法で吸収合併した場合の 2 億 3,700 万～2 億 5,600 万株を大きく上回る。青海国投の塩湖集団に対する株式保有シェアは 46.95%に達していたため、合併後の株式保有シェアも増資前の 30.60%（間接保有）から 30.99%（直接保有）に増え、直接株式交換を選択した場合のシェア 22.25%～23.75%を大きく上回った。

注目すべき点として、親会社の裏口上場を待って合併手続きに入ることで、青海国投は株式保有シェアの低下を回避し、支配株主の地位を強化した。直接吸収合併した場合、青海国投は支配株主の地位を失う恐れもあった。直接吸収合併をした場合、中化集団の直接・間接的な株式保有シェアは 24.67%～24.74%となり、青海国投の 22.25%～23.37%を上回る。一方、裏口上場を経て合併した場合、中化集団の間接・直接的な株式保有シェアは 23.95%に抑えられる。

2. 実質的な支配者が上場会社の株価誘導により高い株式交換比率を獲得

当初の案では株式交換比率を 1 : 3 と設定していた。つまり、塩湖カリ肥料の株式 1 株を塩湖集団の株式 3 株と交換する計算である。直近の両社の平均株価比率は 2.95 倍であったため、塩湖カリ肥料の株主にとっては 18.66%のプレミアムとなるが、塩湖カリ肥料の株主である多くの機関投資家、個人投資家は 1 : 3 の株式交換比率に満足しなかった。塩湖カリ肥料株の機関投資家比率は一時的に 50%を超えるなど比較的高く、価格決定をめぐる発言力が強かった。一方、株式交換比率を高く設定しすぎた場合、青海国投が保有できると見込まれる塩湖カリ肥料の株式保有シェアが小さくなり、大株主の利益追求に応えることができない。塩湖集団の中小株主の利害は青海国投とほぼ一致しているものの、株式保有シェアが小さいため、価格決定に当たって十分な発言力を持つことができない。このため、株式交換比率をめぐる駆け引きの主役は、実質的な支配者である青海国資委と塩湖カリ肥料の機関投資家に絞られた。駆け引きの過程において、合併当事者である 2 社の実質的な支配者は、利益操作、情報発表、売買停止・再開制度などを利用して塩湖カリ肥料の株価を抑え、株式交換比率を引き上げようとした。

第一に行われたことは、上場会社の利益操作による株価の抑制である。塩湖カリ肥料は 2008 年 4 月、塩湖カリ肥料の子会社である塩湖発展が塩湖集団に年 3 億元の資源利用料を支払うこと

⁵ 「青海塩湖カリ肥料股分有限公司の新規発行株式を用いた株式交換による青海塩湖工業集団有限公司の吸収合併及び関連取引と塩湖集団の保有する塩湖カリ肥料の株式抹消にかかる報告書（修正稿）」2010 年

になったと発表した上で、塩湖カリ肥料の経営コストが増え、1株当たり利益が低下するとの見通しを示し、株価を低く誘導した。一方、塩湖集団の利益は増えることとなって株価が上昇し、これによって株式交換比率は塩湖集団にとってより有利に推移した。実際、図表3の通り、2社の株価比率は5、6カ月の間に急速に縮小した。

注目すべき点は、資源利用料の徴収額が塩湖集団が国に納める譲渡金を大きく上回ったことである。2008年5月20日、塩湖集団と塩湖発展は「砒産利用契約書」を締結し、2008年に塩湖発展から塩湖集団に砒産資源利用料3億574万2,825元を支払うことを定めた。国土資源部の文書（文書コード采砒評認[2006]373号）によれば、別勒灘砒産区の採掘権（生産期間30年）の譲渡金を6億7,800万元、かつ年ごとの分割納入と定めており、2007年の納入額はわずか1億3,565万元、2008年から2016年までに至っては年間6,027万元であった。塩湖集団が塩湖カリ肥料から高額の譲渡金を徴収する目的が塩湖カリ肥料から塩湖集団への利益移転であることは明白であり、機関投資家は利益が著しく損なわれるとして軒並み反対した。

第二に行われたことは、情報発表時期の調整による株価誘導である。

2007年7月2日、塩湖集団は公告を発表し、2010年から塩湖集団と青海数碼網絡の存続会社と塩湖カリ肥料の合併手続きに着手することを明らかにした。さらに、その後の追加発表で、合併時期を早め、青海数碼網絡の国有株式の全てを流通化手続き後、翌会計年度を経た2008年6月に合併を行うとした。2011年3月25日、株式交換による吸収合併は正式に完了した。この過程における、塩湖カリ肥料と塩湖集団の売買停止・再開時期は図表4に示す通りである。

2008年6月26日、塩湖集団と塩湖カリ肥料は「合併プラン」を発表しないまま半年間にわたり売買を停止し、株主が自由に売買を行う権利を奪った。2008年12月26日の売買再開当日、塩湖集団は「合併プラン」と「青海塩湖カリ肥料股份有限公司の塩化カリウムにかかる製品資源税引き上げに関する通告」を発表した。このうち「合併プラン」では、塩湖カリ肥料と塩湖集団の株式交換比率を1:3、つまり塩湖集団の株式3株を塩湖カリ肥料の株式1株と交換することを初めて発表した。この比率は、市場が予想した1:3.5~1:5の比率とは大きく異なり、その上資

図表3 塩湖カリ肥料の株価と塩湖集団の株価比率



(出所) 筆者作成

図表 4 塩湖集団、塩湖カリ肥料の売買停止・再開スケジュール

	塩湖集団	塩湖カリ肥料	備考
取引停止	2006年12月5日	無	塩湖集団が青海数碼網絡を利用して裏口上場
取引再開	2008年3月11日	無	青海数碼網絡を塩湖集団に改称
取引停止	2008年6月26日	2008年6月26日	
取引再開	2008年12月26日	2008年12月26日	
取引停止	2009年6月26日	2009年6月26日	
取引再開	2009年7月27日	2009年7月27日	
取引停止	2010年6月9日	2010年6月9日	
取引再開	2010年6月18日	2010年6月18日	
取引停止	2011年2月19日	無	塩湖集団が上場廃止

(出所) 塩湖カリ肥料、塩湖集団サイトより筆者作成

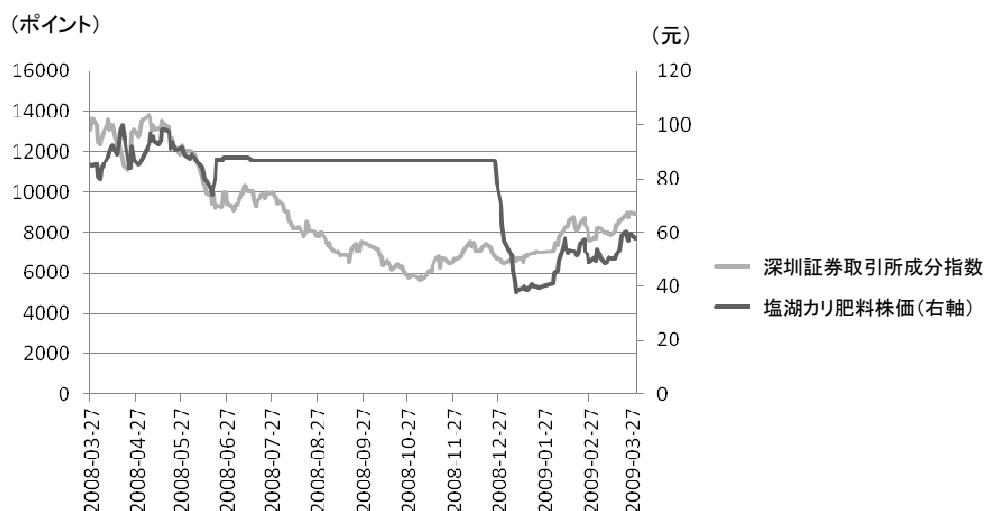
源税引き上げの提示内容が 2008 年 10 月 1 日に公表されていたため、2008 年の塩湖カリ肥料の利益は資源税引き上げの要因を受けて大幅に減少していた。二つの要因を受け、2008 年 12 月 26 日から 2009 年 1 月 9 日にかけて、塩湖カリ肥料の株価は 78.23 元/株から 38.20 元/株に下がり、下落率は 51.17%に達した。推移は図表 5 の通りである。

3. 関連議案可決のために機関投資家の構成を調整

2008 年 12 月 25 日、塩湖カリ肥料は臨時株主総会を開き、塩湖カリ肥料の子会社及び系列会社が支配株主に鉱産資源利用料を納入することなどを含め、3 つの関連取引に関する議案を審議したが、いずれの議案も可決されなかった。投票者のうち、株式譲渡規制を受けない流通株の十大保有者は、棄権した中国工商銀行の「易方達価値成長混合型証券投資ファンド」を除きすべてが反対票を投じた。

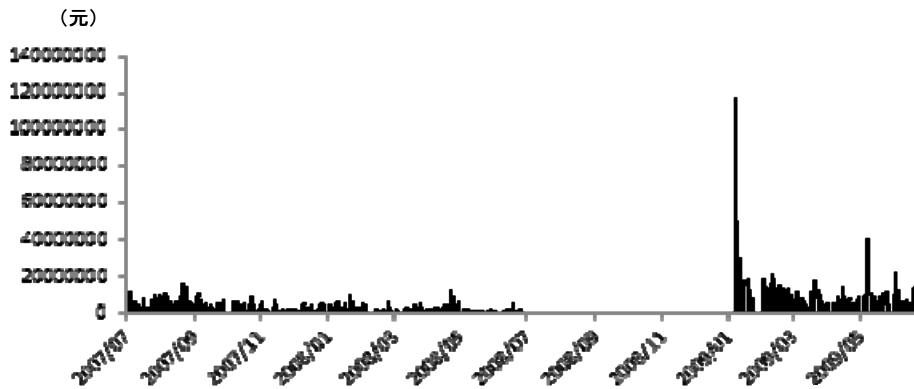
株式取引再開後の急激な株価下落を受け、投信会社の会社価値及び将来性に対する見方は大きく分かれ、塩湖集団の議案に反対していたファンドが、次々と売却した。塩湖集団はこの情勢変化を利用し、新規に出資するファンドから支持を取り付けた。図表 6 の通り、出来高は取引停止

図表 5 塩湖カリ肥料の第一回取引停止前後の株価推移



(出所) 筆者作成

図表 6 塩湖カリ肥料株の出来高の推移 (2007~2009年)



(出所) 筆者作成

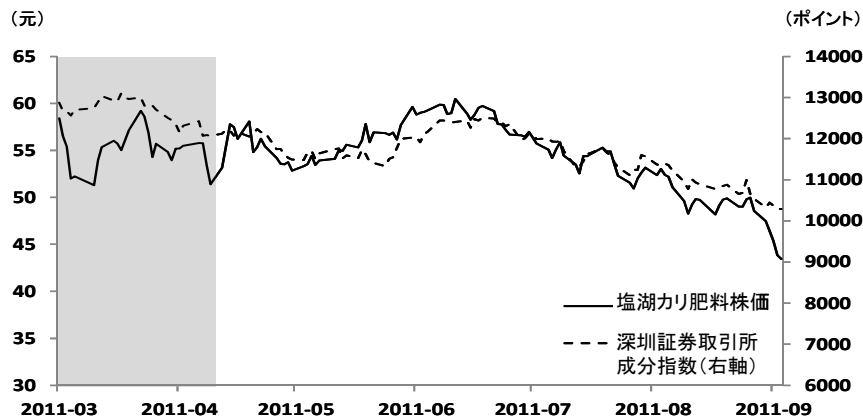
(2008年6月26日~12月26日)の前後で大きく変化しており、機関投資家の投資戦略の変化を反映している。2009年2月17日、2カ月前に否決された議案は、一字も修正することなく高い得票率で可決された。このことは、大株主が鉱産資源利用料を利用して塩湖カリ肥料の株価を操作し、さらに流通株の株主構成を変えることで、支配株主の意図通りの合併を実現したことを示唆している。

4. 吸収合併が中小株主(個人株主)の利益に及ぼす影響

中小株主の利益は、主に株価変動による資産効果の形で現れる。ここでは、塩湖カリ肥料の吸収合併後半年間の株価推移を分析する。

2011年2月21日から2011年3月28日にかけて、塩湖集団と塩湖カリ肥料の両株式の売買が停止され、株式交換による吸収合併の最終段階に入った。2011年3月25日、株式交換による吸収合併が正式に完了した。2011年3月28日から2011年9月30日までは、塩湖カリ肥料の株価に塩湖集団の吸収合併による影響が残っていたとみられる。図表7の通り、2011年3月28日か

図表 7 塩湖カリ肥料の合併完了後における株価の推移



(出所) 筆者作成

ら 2011 年 5 月 6 日の間、塩湖カリ肥料の株価は市場全体の値動きより大きく変動し、全体として下げ基調となった。特に、2011 年 3 月 28 日から 31 日までの下落率は 10.95%に達した。一方、出来高は取引再開の初日に史上最高の 2,369 万 2,600 株に達し、このときに多くの一般株主が保有する塩湖カリ肥料株を売却した。このことは、合併結果に対する市場の不満を反映している。

IV. 吸収合併に関する制度についての考察と提案

筆者の研究は塩湖カリ肥料による塩湖集団の吸収合併という個別の事例に過ぎないが、こうした現象の奥には、より重要で普遍的な制度面の要因が潜んでいる。

株式交換による吸収合併は、さまざまな市場参加者の利害に関係し、多様な資金調達方法における価格決定や吸収合併時期に影響を及ぼす。株式交換による吸収合併に当たり、当事者の株主が合併を望まない場合、「合併プラン」に基づき株式の継続保有の可否を選択することができる。しかし、大株主は売買停止・再開の時期を調整することで、流通株保有者の自由取引権を奪っている。情報が非対称であるため、大株主はインサイダーとして会社の置かれた状況や、今後置かれる状態を把握し、情報発表の時期を調整することで株価を調整し、さらには流通株保有者を入れ替えることで、所期の目的を果たすことができる。

上述した分析が示す通り、共通の支配大株主が主導する吸収合併では、理論上、大株主が中小株主の利益を侵害する可能性がある。吸収合併の実現過程において、特にグループ上場に関して、大株主はインサイダーかつ支配株主であるため、吸収合併時期を効果的に操作することが可能である。重要事項を株主総会の議決によって決定することや、利害関係者を議決に参加させないことが法律で定められているものの、実際の運用状況は理想とは異なっている。本稿の趣旨は、吸収合併の過程における制度的欠陥を出発点として、その解決の道を探ることである。以下に、吸収合併にかかる制度面での提案を挙げる。

1. 吸収合併に係る取引停止・再開制度の改善

吸収合併の過程において、合併当事者が株式の売買を前触れなく停止または再開することが多く、流通株を保有する中小株主の自由取引権が阻害されている。「証券取引所株式上場規則」は株式の売買停止・再開について章を立てて規定しているが、売買の停止・再開に関する条件や時間的間隔、売買停止や再開の期間前・期間中の情報開示問題について明確な説明はない。この結果、上場会社はインサイダー情報を利用して株式を不正に取引し、投資家の自由取引権や利益を損なっており、売買停止・再開制度の当初の趣旨に反している。

2. 吸収合併に関する情報開示の拡大

吸収合併の過程で（特に「合併プラン」の発表に先立ち）、合併当事者の利益に関わる重大事項を速やかに発表し、吸収合併過程における情報の透明性を高め、投資家が株式保有の継続を正しく判断できるようにすべきである。また、管理監督当局はこうした義務に反する合併当事者に対し相応のペナルティを科し、証券市場の公平性を保つべきである。

3. 吸収合併にかかるインサイダー取引の防止

吸収合併の過程において、通常は取締役会での議決後に、議決結果を公表する。つまり、大株

主や経営者は、一般の中小株主より早く吸収合併に関する情報を把握できるため、インサイダー取引につながる可能性がある。吸収合併の過程におけるインサイダー取引を防ぐためには、内部統治と外部監督の両方を同時並行で進めるべきであり、①企業の大株主や経営者の忠実義務の明文化、②内部者登録・報告制度の確立が対策の二本柱となる。

【参考文献】

- 常麗萍「株式交換による合併に関する問題の検討—瀋陽ディーゼルによる湘火炬の合併事案に基づく分析」『当代経済』2009年第8号
- 程艶萍、張人驥「吸収と株式交換による合併における株主権益の保護—中国アルミ業による子会社合併にかかる事案研究」『管理案例研究与評論』2011年第1号
- 鄧旭、蔣政「資本の饗宴：中央企業の全体上場ブーム」『資本市場』2007年第1号
- 付明德「現金という選択権を持たない塩湖カリ肥料の株主」『董事会』2009年第2号
- 付明德「塩湖カリ肥料・塩湖集団の合併における現金選択権問題再論」『董事会』2009年第4号
- 韓蘇東「市場検証こそ企業合併における株式交換比率確定の真諦—ターゲット企業の価値評価に関する分析—塩湖カリ肥料（000792）による塩湖集団（ST 塩湖：000578）吸収を例として」『全国商情（理論研究）』2009年第23号
- 姜付秀、張継東、樊曉松「会社全体上場は投資家の利益保護改善に有利か？」『経済科学』2007年第5号
- 李斌「塩湖カリ肥料の裏口上場に活路を求める ST 数碼の不明瞭な前途」『新財經』2007年第8号
- 羅忠洲、屈小榮、張蓓「上場会社の全体上場のモデル、問題及び対策にかかる思考」『証券市場導報』2010年第9号
- 彭忠波「上場会社の未公開証券にかかる対価支払問題の検討」『証券市場導報』2007年第7号
- 皮慧萍「上場会社の吸収合併・統合モデル及び効果の研究」『首都經濟貿易大学』2008年
- 秦軍「中国企業の買収合併の動機、効果及び手法」『河海大学』2004年
- 孫勝林、郭文穎「支配株主の割当増資による全体上場過程における利益移転の手段」『会計師』2010年第1号
- 宋祖輝「全体上場する企業の価値評価問題の研究」『天津大学』2007年
- 舒細麟、李波「上場会社の吸収合併にかかる監督対策と立法の提案」『証券市場導報』2009年第9号
- 吳曉輝「塩湖カリ肥料合併事案を通して見る3つの隠れた手法」『董事会』2009年第4号
- 薛有志『買収合併と企業の高成長』南開大学出版社、2004年
- 楊潔『企業の買収合併・統合の研究』经济管理出版社、2004年
- 尹雯、李涛「中国の上場会社の吸収合併の実践モデル研究」『金融經濟』2006年第8号
- 張遜「全体上場における株主の駆け引きの研究」『科学技術与工程』2009年第1号
- LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics* 58, March 27, 2000.

著者紹介

李 鳳雲 (Li Fengyun)

中国人民大学財政金融学院 副教授、中国人民大学金融証券研究所 研究員

1984 年北方工業大学卒業、1991 年中国人民大学卒業。1998 年中国人民大学博士課程終了、経済学博士。

2005 年 10 月～2006 年 10 月コロンビア大学ビジネススクール客員教授。

- ・中国人民大学金融証券研究所は、中国の重点大学の一つである中国人民大学内に設置された金融分野・証券分野を研究するシンクタンクである。



Chinese Capital Markets Research