



急速に進む M&A 関連法整備と今後の展望

関根 栄一※

要 約

1. 中国への外資の進出形態を見ると、1970 年代末より始まった委託加工方式を経て、合併・合作方式や独資による直接投資に加え、最近ではクロスボーダーの M&A 方式も増加している。国連の統計によれば、中国の「外→内」の M&A の金額は、2003 年の 38 億ドルから 2005 年には 82 億ドルと 2 倍以上に増加している。
2. 近年、クロスボーダーの M&A が活発化するとともに、中国と米国との間で具体的な案件を巡ってのトラブルも発生している。また、外商投資企業として税制優遇措置を享受することを目的とした実質中国資本の迂回投資による「外国企業成り」も問題視されている。
3. 中国政府は、近年、上場会社や国有企業の買収、また外国投資家の買収に関する法令を整備してきている。2006 年には「上場会社買収管理弁法」や「外国投資家による国内企業の合併・買収に関する規定」（以下、新規定）が旧規定を改正する形で公布・施行された。外国投資家による国内企業の買収は持分買収や資産買収によって行われてきているが、新規定では株式交換による方法についても詳細な規定、手続きが定められた。
4. 新規定は、「外国企業成り」の規制を強化する一方、国家安全への配慮や独占禁止による審査の強調などを打ち出している。法整備が進んでいるとはいえ、クロスボーダーの対中 M&A には中国特有の法令や審査認可手続きも必要となるため、今後実例を見極めていく必要がある。

I、活発化するM&A

中国への外資進出は、1970 年代末より輸出加工拠点としての委託加工方式を中心に始まったが、1992 年の故鄧小平氏による南巡講和をきっかけに、合併・合作方式による直接投資が増加した。2001 年 12 月の WTO 加盟以降は、外資の市場参入規制の緩和が進み、独資（外資 100%）による直接投資が活発化するとともに、①中国を消費市場と捉えた国内企業との連携や、②外資を利用した国有企業改革の進展に伴い、クロスボーダーの M&A 方式による外資導入も増加している。

UNCTAD¹（アンクタッド、国連貿易開発会議）の統計によれば、中国の「外→内」の M&A の

※ 関根 栄一 榊野村資本市場研究所 副主任研究員。

¹ United Nations Conference on Trade and Development の略称。発展途上国の経済開発促進と南北の経済格差是正のために国連が設けた機関。

金額は、2003 年の 38 億ドルから、2005 年には 82 億ドルと 2 倍以上に増加している（図表 1）。日本企業による中国企業の M&A の件数を見てみると、2006 年は 2005 年に比べ 9 件減少したものの、2001 年の中国の WTO 加盟以降、対中 M&A が活発に行われてきていることが分かる（図表 2）。

一方、最近では、「内→外」の M&A が増えていることも中国での M&A の特徴である。同じく UNCTAD の統計によれば、中国の「内→外」の M&A は、2003 年の 16 億ドルから 2005 年には 52 億ドルと 3 倍以上に増加している。中国政府は、数年前から中国企業の海外進出を奨励しており、審査認可手続きの簡素化や、外貨持出し規制の緩和を実施してきている。中国企業も、グローバル化、海外企業の著名なブランド獲得、資源獲得、貿易摩擦回避などを目的に對外直接投資を積極的に進めている。商務部の発表によれば、2006 年の中国企業の對外直接投資（金融業を除く）161.3 億ドルのうち、M&A による對外直接投資は 47.4 億ドル（36.7%）に上ったとしている。また、最近では、中国企業同士の M&A も増加しているようである。

Ⅱ、中国をめぐる M&A の問題

第一章で見たとおり、中国ではクロスボーダーの M&A が活発化する一方、具体的な案件を巡り米国との間でトラブルが発生したり、外資優遇税制を狙った実質中国資本による「外国企業成り」の問題が批判されている。

図表 1 中国：クロスボーダー M&A 動向

単位：百万ドル

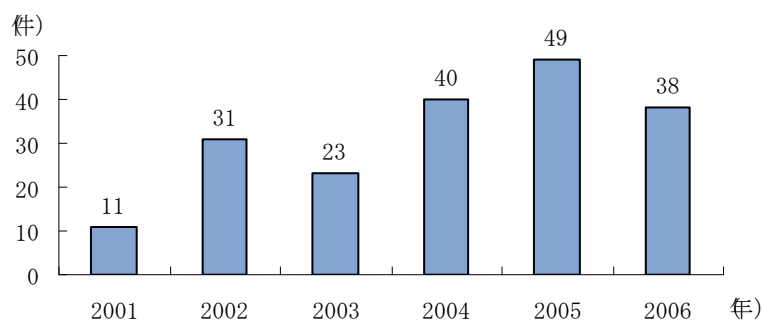
年	1999-2000	2003	2004	2005
外→内	339	3,820	6,768	8,253
内→外	280	1,647	1,125	5,279

（注） 1. 10%以上の持分を取得した案件を計上。

2. 1999-2000 年は、年平均の金額。

（出所）UNCTAD より野村資本市場研究所作成

図表 2 日本企業による中国企業 M&A 件数の推移



（出所）レコフ

1. 中国海洋石油による米ユノカルの買収失敗

1) 経緯

2005 年 4 月、米国の石油会社であるユノカル（UNOCAL）に対し、同国のシェブロンテキサコ（Chevron Texaco、以下、シェブロン）による 165 億ドルの買収案が提示された。ユノカルは、1890 年に設立されているが、現在では石油・天然ガスの生産量の半分以上を米国以外のアジアを中心とした地域で有している。上記の買収案に対し、同年 6 月、中国の国有三大石油会社の一つである中国海洋石油（CNOOC）は、シェブロンが提示した買収金額を 20 億ドル上回る 185 億ドルによる買収案を提示した。その後、シェブロンは、買収金額を 171 億ドルまで引き上げ、ユノカルもこれに同意したが、ユノカルの株主からは中国海洋石油よりも低い買収価格に対する反発が起こった。

一方、米国下院は、中国海洋石油による買収提案を米国の安全保障上の脅威と受け止め、同年 6 月 30 日、中国海洋石油による買収の差し止めを決議した。7 月に入り、中国海洋石油は、CFIUS（Committee on Foreign Investments in the United States の略称、対米外国投資委員会、後述）への認可申請への動きも見せたが、米国議会の反発が強まる中、同年 8 月 2 日、中国海洋石油はユノカルの買収提案を撤回した。

2) 米国の対内直接投資の審査体制

前年の 2005 年 12 月に中国のパソコン製造・販売の最大手である聯想（レノボ）グループによる米 IBM のパソコン事業の買収でも、米国の基幹産業の買収が米国の安全保障に脅威を与えるという議論が一部にあったが、最終的に CFIUS は同買収案件を認可した。CFIUS とは、外国企業による米国企業の買収の米国の安全保障への影響を審査する機関で、議長である財務省を含め、12 の政府機関²から構成されている。米国は、原則、対内直接投資を歓迎し、外国投資家を公正かつ同等に扱うが、1998 年に国防生産法（Defense Production Act）の修正により発効したエクソン・フレリオ条項（Exon-Florio provision）に基づき、CFIUS により外国企業による米国企業の買収案件が審査され、米国の安全保障に悪影響を及ぼすと大統領に報告された場合、大統領は当該買収案件の延期または中止を決定することができる。この中国海洋石油によるユノカルの買収失敗は、後述のとおり 2006 年に整備された中国の M&A 法令整備にも大きな影響を与えるものとなった。

2. 米カーライルによる徐州工程の買収を巡る摩擦

1) 経緯

2005 年 10 月、世界的に著名な投資ファンドのカーライルによる徐州工程機械科技株式有限公司（以下、徐工科技）の買収が深圳証券取引所の公告に発表された。

当該買収スキームは、以下の通り 2 段階から構成されている（図表 3）。第一段階は、中間持株会社の中外合資経営企業への再編である。徐工科技の親子間関係は、親会社の徐州工程機械集团有限公司（以下、徐工集団）、中間持株会社の徐工集団工程機械有限公司（以下、徐工

² 財務省（議長）、国務省、国土安全保障省、国防総省、商務省、司法省、大統領経済諮問委員会、国家経済会議、国家安全保障会議、行政管理予算局、科学技術政策局、通商代表部の 12 政府機関から構成される。

た。続く 10 月 24 日には、カーライルは、徐工機械への出資比率引き下げに加え、出資価格の引き上げ（20%）を決定した。但し、当事者間の合意から 1 年 4 ヶ月以上経った執筆時点（2007 年 3 月 9 日）でも、本件買収に関する中国政府の認可は未だ下りていない。

3. 「外国企業成り」の問題

中国企業によるクロスボーダーの M&A を装った「外国企業成り」も問題となっている。中国国内企業またはその持分権者である中国人個人が、香港を含む海外に企業を設立し、外国企業として迂回して中国国内に投資を行ういわゆる「外国企業成り」がこれまで水面下で行われてきた。実質中国資本によるこのような迂回投資は、外商投資企業³として税制優遇措置を享受することが目的の一つであったために、外資優遇税制見直しの理由の一つとされてきた⁴。

また、海外に設立される企業が、タックスヘブンの SPV（Special Purpose Vehicle の略称、特別目的会社）で、当該 SPV が海外上場する形で国内に投資を行うための資金調達が行われることもある。SPV を通じた海外上場は、さらに複雑な仕組みを作ることで、中国国内での外資の制限業種となることを回避したり、外国投資家が対中投資からのエグジットを容易にするために使われる側面もあった。このようなスキームは、脱税のみならず、資本逃避の温床になるという批判が関係当局から絶えずなされてきた。

Ⅲ、急速に進む法整備

活発化するクロスボーダーの M&A や問題点を背景に、近年、中国では急速に関連法整備が進められている。

1. M&A 関連法の整備状況

2006 年 4 月 18 日、OECD⁵（経済協力開発機構）は「中国投資政策レビュー2006」を発表した。同レビューでは、中国が近年進めてきたクロスボーダー M&A 関連法の整備状況を振り返り、認可プロセスの迅速化や新法制定などについて一定の評価を与えている。一方、問題点として、中国のクロスボーダー M&A に関する法的枠組みは複雑で、複数の省庁による法令・規則・行政指導の継ぎ接ぎによって構成されていること、また、透明性の欠如が国際的レベルでのデュー・ディリジェンスを困難にしていることなどを指摘している。このため、OECD は、中国政府に対し、クロスボーダー M&A の認可プロセスを簡素化・透明化すべきなどの政策提言を行っている。中国政府はこれまでも、M&A に関する関連法令を整備してきているが、前述の OECD による政策提言以降も、新たな法令・規則が公布・施行されている（図表 4）。

2. M&A の法体系

ここでは、中国の M&A に関する法体系について、1) 買収対象企業が上場企業か否か、また、

³ 外商投資企業関連三法（外資企業法、中外合作経営企業法、中外合資経営企業法）により設立された外資企業を指す。

⁴ 2007 年 3 月 5 日から開催された第十期全国人民代表大会第五回会議では、外資優遇税制の撤廃のための企業所得税法案が審議されている。

⁵ Organisation for Economic Co-operation and Development の略称。ヨーロッパ諸国を中心に、日・米などの先進国が加盟する国際機関。

図表 4 M&A 関連法令の制定経緯

公布	施行	名称
1998年12月29日	1999年7月1日	「旧証券法」
2002年9月28日	2002年12月1日	「上場会社買収管理弁法」
2002年11月1日	同日	「外国投資家に上場会社の国有株及び法人株を譲渡することに関する通知」
2002年11月18日	2003年1月1日	「外資利用による国有企業再編暫定規定」
2003年3月7日	2003年4月12日	「外国投資家による国内企業の合併・買収に関する暫定規定」
2003年12月31日	2004年2月1日	「企業国有財産権譲渡管理暫定弁法」
2005年10月27日	2006年1月1日	「新証券法」
2005年12月31日	2006年1月31日	「外国投資家の上場会社に対する戦略投資規定」
2006年7月1日	2006年9月1日	「上場会社買収管理弁法」
2006年8月8日	2006年9月8日	「外国投資家による国内企業の合併・買収に関する規定」
2006年12月31日	同日	「企業国有財産権譲渡に関する事項についての通知」

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

2) 買収対象企業が国有企業か否か、3) 買収者が外国投資家⁶の場合、に区分してそれぞれ概要を見てみる。

1) 上場会社の買収

上場会社の買収については、「旧証券法」(1998年12月29日公布、1999年7月1日施行)の第四章で一般的な規定が設けられ、「上場会社買収管理弁法」(2002年9月28日公布、2002年12月1日施行、以下、旧買収管理弁法)で具体的な規定が設けられていた。

その後、「旧証券法」を改正した「新証券法」(2005年10月27日公布、2006年1月1日施行)でも、第四章で上場会社の買収に関する規定を置かれている。「新証券法」では、買収方法として、「旧証券法」で想定していた公開買付(中文名は要約收購、第88条から第93条)、協議買収(中文名は協議收購、第94条から第96条)に加え、この二つ以外の方法による買収も想定している(第85条)。「旧証券法」との違いとしては、5%ルール(第86条から第87条)については、投資者が直接保有する株式だけでなく、協議、その他の取決めににより他人と共同で保有する株式も「共同保有者」として情報開示の対象とした点である。また、公開買付制度については、買収者による選択制(全部買付・部分買付)が導入されているのが特徴である。

「新証券法」第101条では、国务院証券監督管理機構は、本法の原則に従い上場会社買収の具体的な規則を制定しなければならないと明記している。このため、「上場会社買収管理弁法」(2006年7月31日公布、2006年9月1日施行、以下、新買収管理弁法)が、「新証券法」の制定趣旨・内容を踏まえた上で、旧買収管理弁法を改正し、あらたに制定されている。

2) 国有企業の買収

国有企業の買収については、「企業国有財産権譲渡管理暫定弁法」(2003年12月31日公布、2004年2月1日施行)で規定されている。同弁法で言う「国有財産権」とは、「国が企業に対する各種投資により保有する權益」「国有企業または国有持株企業が各種投資により保有する權益」と定義されている(第2条)。その後、「企業国有財産権譲渡に関する事項につ

⁶ 本稿では、クロスボーダーM&Aの実態に応じ、外国企業と表記する場合もある。

いての通知」(2006年12月31日公布)が公布され⁷、外商投資企業への国有財産権の譲渡は財産権取引所⁸において公開で行わなければならないとした。

なお、買収者が外国投資家の場合は、「外資利用による国有企業再編暫定規定」(2002年11月18日公布、2003年1月1日施行)が適用される⁹。

3) 買収者が外資(外国投資家)の場合

非流通株改革以前は、外国投資家による上場会社の非流通株(A株)取得については、「外国投資家に上場会社の国有株及び法人株を譲渡することに関する通知」(2002年11月1日公布、同日施行)を通じて行われてきたが、非流通株改革の進展により、流通株・非流通株ごとに規定してきた外国投資家による上場会社の株式取得に関するルールをあらためて整備する必要が出てきた。このため、外国投資家による上場会社への資本参加に関するルールとして、「外国投資家の上場会社に対する戦略投資管理規定」(2005年12月31日公布、2006年1月31日施行)が新たに制定された。なお、ポートフォリオ投資である適格外国機関投資家(いわゆるQFII)¹⁰による上場会社の株式(A株)の取得については、「適格外国機関投資家による国内証券投資管理に関する暫定弁法」(2002年11月5日公布、2002年12月1日施行)、「適格外国機関投資家による国内証券投資管理弁法」(2006年8月24日公布、2006年9月1日施行)を通じ行われる。

外国投資家による国内企業の買収については、「外国投資家による国内企業の合併・買収¹¹に関する暫定規定」(2003年3月7日公布、同年4月12日施行、以下、暫定規定)を通じて行われてきたが、「新証券法」や新しい「上場会社買収管理弁法」の公布・施行も踏まえ、「外国投資家による国内企業の合併・買収に関する規定」(2006年8月8日公布、同年9月8日施行、以下、新規定)が暫定規定を改正する形で新たに制定された。暫定規定は、対外貿易経済合作部(商務部の前身)、国家税務総局、国家工商行政管理総局、国家外為管理局(以下、SAFE)の4部門により制定されているが、新規定は、商務部、国家税務総局、国家工商行政管理総局、SAFEに加え、中国证券监督管理委员会(以下、CSRC)と国有資産監督管理委員会(以下、国資委)が新たに加わり、計6部門の連名で制定された。新規定、暫定規定の構成を比較すると図表5の通りとなる。

⁷ 「企業国有財産権譲渡管理暫定弁法」第13条では、国有財産権の取引価格は評価額の原則90%以上でなければならないとしていたが、その後公布された「企業国有財産権譲渡に関する事項についての通知」では、五(一)で、国有財産権の譲渡に際し、初回の公募取引価格は評価額以上でなければならないと同弁法の原則を修正している。公募に応じる譲受人がいない場合、譲渡人は対象企業の状況により改めて取引価格を提示する。もし、提示価格が評価額の90%よりも低い場合、財産権譲渡に関わる関係機構より書面での同意を得なければならないとした。なお、国有財産権の譲渡に当たっては、関係政府部門の認可も得る必要がある。

⁸ 国有財産権の取引仲介機構。

⁹ 同規定では、外資利用による再編対象として、金融企業及び上場会社以外の国有企業が想定されている。再編の手法としては、①国有財産権の譲渡、②国有持分の譲渡、③債務の株式化、④資産の売却、⑤増資引受を通じた外商投資企業への組織変更が想定されている。

¹⁰ Qualified Foreign Institutional Investors の略称。

¹¹ 「合併・買収」は、中文で「併購」と表現される。

図表 5 外国投資家による中国企業の合併・買収に関する規定比較

	暫定規定	新規定
名称	外国投資家による国内企業の合併・買収に関する暫定規定	外国投資家による国内企業の合併・買収に関する規定
公布日	2003年3月7日	2006年8月8日
施行日	2003年4月12日	2006年9月8日
制定部門	対外貿易経済合作部、国家税務総局、国家工商行政管理局、国家外為管理局	商務部、国有資産管理監督委員会、国家税務総局、国家工商行政管理局、中国証券管理監督委員会、国家外為管理局
構成	計26条) 総則 基本制度 審査批准及び登記 独占禁止の審査 附則	合計61条) 第一章 総則 第二章 基本制度 第三章 審査 認可及び登記 第四章 株式交換による買収 第五章 独占禁止の審査 第六章 附則

(出所) 暫定規定及び新規定より野村資本市場研究所作成

3. 外国投資家による国内企業の合併・買収

1) 新規定が想定する合併・買収方法

買収対象は、暫定規定同様、国内企業＝非外商投資企業と定義されている。このため、新規定でも、外国投資家による全ての国内企業の合併・買収に関する手続きを一本化しようとする暫定規定の立法意図を引き継いでいるといえる。なお、新規定では、国有財産権の譲渡及び上場会社の国有株管理に関わる場合は国有資産管理の関連規定が（新規定第5条）、外国投資家が国内企業の持分を買取り外商投資企業を設立する場合は外商投資企業の設立・変更登記に関する関連規定が（同第6条）、合併・買収される企業が国内の上場会社の場合は「外国投資家の上場会社に対する戦略投資管理規定」が（同第6条）、それぞれ適用されることを明記しているが、手続き上はあくまで新規定が上位に位置付けられている。

買収方法については、既に暫定規定で認められている持分買収、資産買収に加え、新規定では株式交換による買収手続きが明確にされた¹²。暫定規定では、外国投資家も株式交換を通じた国内企業買収が出来るとはされていたが、詳細な要件、手続き等が定められていなかった¹³。新規定では、外国投資家による株式交換を通じた国内企業買収をあらためて可能とした上で、要件や審査認可手続きを詳細に定めた。

2) 持分買収と資産買収

持分買収には、①外国投資家が国内企業の持分権者の持分を購入し、国内企業をして外商投資企業として変更設立する場合（図表6）と、②外国投資家が国内企業の増資を引き受け、国内企業をして外商投資企業として変更設立する場合（図表7）とがある。持分買収のメリットとしては、企業を新設するなどの諸手続きが回避できるといった点が挙げられる。同じくデメ

¹² 中国企業の株式・持分を対価とする国内企業買収は以前より認められていたが、実例は少ないとされている。

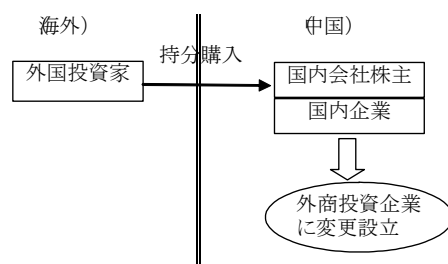
¹³ 日本では、1999年の商法改正で株式交換による買収が認められた。三角合併、すなわち外国企業（親会社）が日本国内に100%出資の子会社を設立し、当該子会社が合併対象会社を吸収する際に合併の対価として吸収会社の株主に親会社の株式を渡す方法については、2007年5月に解禁される予定である。なお、新規定は、日本のように、国内企業の全持分が買収により外国投資家に保有されることを前提としていない。

リット・限界としては、買収対象会社の有する隠れた債務を切り離すことができず、その分だけデュー・ディリジェンスを慎重に行う必要があるといった点が挙げられる。

資産買収には、①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場合（図表 8）と、②外国投資家が国内企業の資産の購入を合意し、かつ、当該資産を以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場合（図表 9）とがある。資産買収のメリットとしては、買収対象会社の隠れた債務を切り離すことができるといった点が挙げられる。同じくデメリット・限界としては、買収資産に関わる契約関係について当事者間による個別の同意が必要となり、また、債権者への通知義務が発生するなど、手続きが煩雑になるといった点が挙げられる。

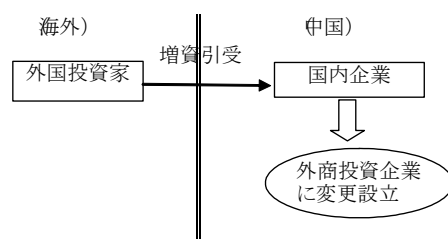
新規定では、持分買収と資産買収ともに、以下のような申請手順となっている。先ず外国投資家は、審査認可機関（商務部または省級商務部門）へ申請する。認可の場合は審査認可機関から外商投資企業認可証が発行され、当該認可証受領後 30 日以内に登記管理機関（国家工商行政管理総局またはそれが授権する地方工商行政管理局）で設立又は変更登記を行い、外商投資企業の営業許可証を受領する。外国投資家は、営業許可証を受領してから 30 日以内に税務、税関、土地管理、外為管理等の関係部門で登記手続きを行い、買収作業が完了する（以上、図表 10 のフローチャート参照）。なお、新規定では触れられていないが、国内の上場会社の合併・買収に当たっては、CSRCが公布した前述の新買収管理弁法に基づく手続きも必要となるので、注意が必要である¹⁴。

図表 6 持分買収の概念図①



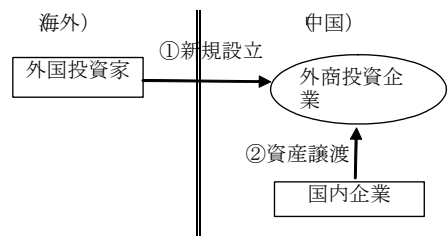
（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 7 持分買収の概念図②



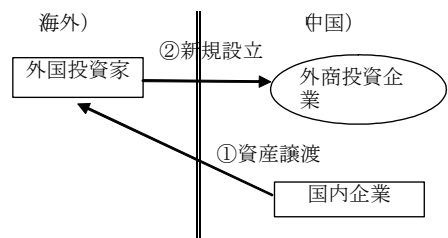
（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 8 資産買収の概念図①



（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 9 資産買収の概念図②



（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

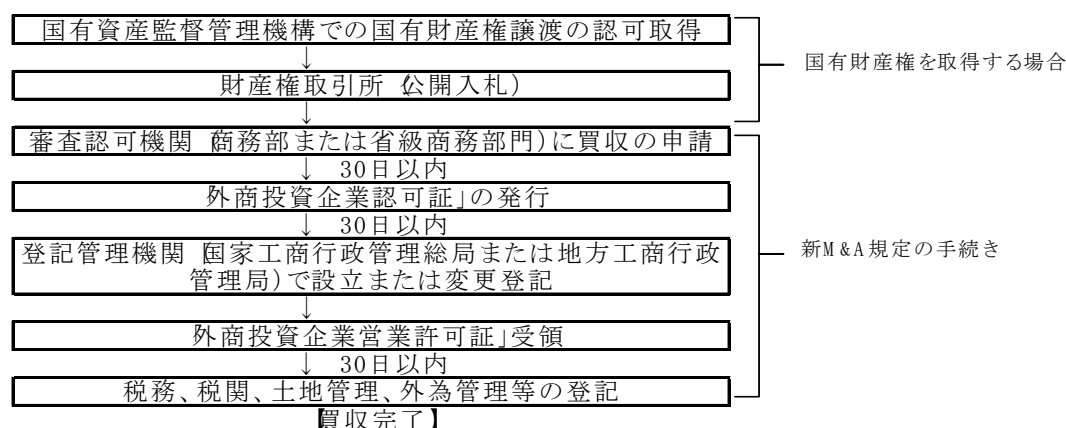
¹⁴ 持分買収及び資産買収では、新規定に基づき企業設立・変更登記に関する商務部認可を得る必要があるが、実務では、関連手続きを簡略化できる合併会社設立を通じた資産買収が行われることもある。

3) 株式交換

新規定では、外国企業の株主がその所有する外国企業の株式を支払手段として、または外国企業がその発行する新株を手段として、①国内企業の出資者の既存の持分を買取る場合と、同様に②国内企業の新株を引受ける場合とを規定した（図表 11）。この場合、以下の二点に留意する必要がある。一つ目は、株式交換の対象となる外国企業は上場会社であることなどの適格性が定められている点である（図表 12）¹⁵。二つ目は、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、中国で仲介業者として登録された買収顧問を選定しなければならないという点である。買収顧問は、資産評価や株式交換の対象となる外国会社の適格性に関する精査を行い、これを商務部に報告することも求められている。

株式交換については、審査認可機関（商務部または省級商務部門）は、第一段階として買収対象企業の国内企業から外商投資企業への変更の審査認可を、第二段階として買収対象企業の国内出資者の外国企業への対外投資の審査認可¹⁶をそれぞれ行う。手続きの詳細は割愛するが、数段階に分かれた認可手続きと認可文書の有効期間の存在により、株式交換による買収スキームが実際に機能するのか否か、疑問視する声もある。

図表 10 持分買収・資産買収の申請手順

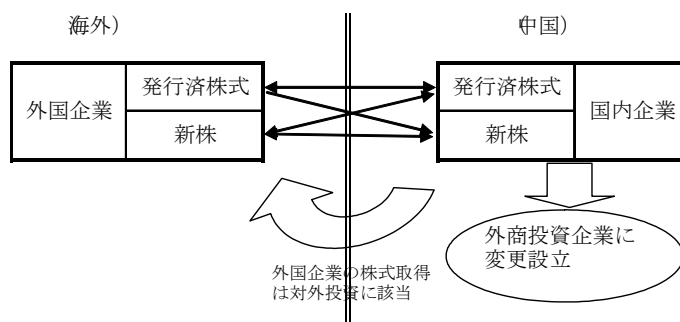


（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

¹⁵ 新規定第 29 条の「直近 1 年間の取引価格が安定していること」という条件について、「安定」の意味・基準については新規定では特段示されていない。

¹⁶ 株式交換の場合、対象企業が中国の 100%国内企業から外商投資企業に変更するだけでなく、当該出資持分の売主が買主である外国企業の株式を所有する、すなわち、売主（国内企業または国内個人）がその出資持分を譲渡する行為が一種の対外投資行為に該当するため、これに関連する審査が行われる。中国では資本取引が制限されており、特に対外投資に関しては規制が徐々に緩和されてきているとはいえ、まだ厳しい管理が行われている。このため、対外投資を行う国内投資家に関する審査は、企業または個人の投資者としての適格性、資金的信用証明に関する書類に加え、交換される外国企業の株式そのものも審査の対象となる。新規定第 32 条では、「外国企業の株主に関する株式保有状況の説明」「5%以上株式を保有する株主の名簿」「外国企業の定款」「対外担保状況の説明」「直近年度の財務監査報告及び直近半期の証券取引状況の報告」等を商務部に提出することを求めている。

図表 11 株式交換の概念図



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 12 株式交換による買収に関する外国企業の要件

条文	内容
第28条	- 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。 - 外国企業及びその管理職が直近3年間、管理監督機関から処罰を受けていないこと。 - 外国企業が上場会社である場合、上場の証券取引制度が整備されていること。
第29条	- 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。 - 株式の所有権に関する紛争が無く、質権の設定及びその他の権利制限が無いこと。 - 株式が国外で公開かつ合法的な証券取引市場 店頭取引市場を除くで公開上場されていること。 - 直近1年間の取引価格が安定していること。

(出所) 新規定より野村資本市場研究所作成

IV. 課題と今後の展望

ここでは、新規定に関し取りざたされている外国投資家の懸念（国家安全への配慮など）と今後の展望について触れる。

1. 外国投資家の懸念

1) 「国家安全」への配慮

外国投資家による国内企業の合併・買収は審査認可機関（原則は各地方の商務部門）が審査認可を行うが、当該合併・買収案件が「重点産業に及び、国の経済安全に影響、もしくは影響する可能性があり、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実質的支配権の移転を生じさせる場合」には、中央の商務部の審査認可が必要となった（第 12 条 1 項）。また、外国投資家が商務部に対し審査認可を申請しなかった場合でも、商務部は当該買収に対し、買収取引の停止、譲渡された持分の第三者への移転などの措置を講ずることが出来ることとなった（第 12 条 2 項）。このため、新規定は、「国家の重点産業」「国家経済の安全」「著名商標もしくは老舗商号」の認定について審査認可機関に強力な裁量権を与えているといえる。但し、「国家の重点産業」「国家経済の安全」「著名商標もしくは老舗商号」の定義は

必ずしも明確ではない。新買収管理弁法第4条でも、上場会社の買収は、「国家安全」を害してはならないとされている。

このような「国家安全」への配慮に関する審査条項は、第二章で触れたように、CFIUSという外国企業による買収案件に関する米国の審査認可の仕組みを意識していると考えられる。また、米カーライルによる徐州工程の買収案件に見られるように、中国国内で自国の基幹産業が外国企業に買収されることへの警戒感が高まっているため、新規定で明示されたとも考えられる。2006年11月に国家发展改革委員会より発表された「外資利用に関する第11次5カ年計画」でも、外資による国家安全上敏感な業種や重点企業の合併・買収について審査・監督を強める方針を打出している。また、2006年12月には、国資委は国有企業が絶対的な支配力を持たなければならない七業種¹⁷を指定した。今後、外国投資家は、「外商投資産業指導目録」¹⁸に沿った対応に加え、「国家安全」面での審査認可機関による裁量を見越した対応も必要となっている。

2) 独占禁止による審査

暫定規定同様、新規定でも中国国内で一定規模以上の販売額がある外国企業は、国内企業の合併・買収により市場の過度の集中を招くかどうか、正当な競争を阻害する恐れがあるかどうか、の審査が必要となる（第51条～第54条）。具体的には、商務部及び国家工商行政管理総局は、①合併・買収当事者の一方の当該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、に審査権を有する。但し、合併・買収当事者の一方は、一定の場合¹⁹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。

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おそれがあると判断される場合には、公聴会が開催される。同業他社または業界団体のリクエストがあり、商務部及び国家工商行政管理総局が外国企業の合併・買収に関わる市場シェアが巨大、又は市場の競争に対し重大な影響を及ぼすと判断した場合、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。なお、中国企業を合併・買収する外国企業だけでなく、中国でビジネスを行っている外国企業同士の国外での合併・買収についても、市場シェアが巨大、又は市場の競争に対し重大な影響を及ぼすと判断した場合、商務部及び国家工商行政管理総局は外国企業に報告を求めることができる。

中国ではまだ独占禁止法は制定されていないが、暫定規定時代から、中国国内での関心が高い外国投資家による国内企業の合併・買収に関する独占禁止審査が先行して導入されている²⁰。

¹⁷ 電力、石油・石油化学、通信、石炭、航空、水運、軍事の七業種。

¹⁸ 「外商投資産業指導目録」（最新版は2005年1月1日施行）のことで、外商投資を「奨励類」「許可類」「制限類」「禁止類」に区分する業種リストである。

¹⁹ 当該合併・買収が、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する場合、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が向上する場合、④環境を改善できる場合、のいずれか一つに該当する場合に、独占審査の免除を申請できる。

²⁰ 新規定以外に、現行規制でも「反不正競争法」（1993年12月1日施行）、「価格法」（1998年5月1日施行）、「価格独占行為制止暫定規定」（2003年11月1日施行）といった独占禁止法的な観点から整備されているものもある。

2006年6月24日には、全人代（国会に相当）で、「独占禁止法（草案）」の第一回目の審議が始まった。近い将来、新規定と「独占禁止法（草案）」の審査基準の整合性が問題視されようが、当面は、新規定における審査基準の具体的適用や、商務部と国家工商行政管理総局との役割分担などの運用動向に留意していく必要がある²¹。

3) SPV（特別目的会社）による海外上場の監視強化

新規定では、SPVを通じた海外上場についても新たに規定を設けた（第39条から第50条）。まずは、SPVを「中国国内の企業・個人が直接又は間接に支配する外国企業であって、その保有する国内企業の權益を以って海外上場を実現するために設立された企業」と定義した。その上で、SPVの設立に関しては商務部の認可、SPVの海外上場に対してはCSRCの認可を要することとした。資本取引の面からは、SAFE75号令（2005年10月）による外為登記が課されている。SPVが海外上場によって調達した資金は、外為登記上の計画に従い、国内会社への商業貸付、国内での外商投資企業の設立、国内企業の合併・買収の三つの方法により、国内に持ち込んで使用しなければならない。

SPVを通じた海外上場も正面から認められたといえるが、その分、審査認可機関や認可事項も増加したともいえる。加えて、SPVの設立や海外上場までの手続きの過程で、商務部やCSRCからの各認可文書の有効期間が定められており、当該期間中にSPVの設立や海外上場を行うことが要件となっている。何らかの事情によりSPVの設立や上場審査が有効期間よりも長引けば、もう一度最初から審査認可手続きをやり直す必要が出てくる。このため、今後、実際に新規定が想定する手続きが機能するの否か、実例を見極めていく必要がある。

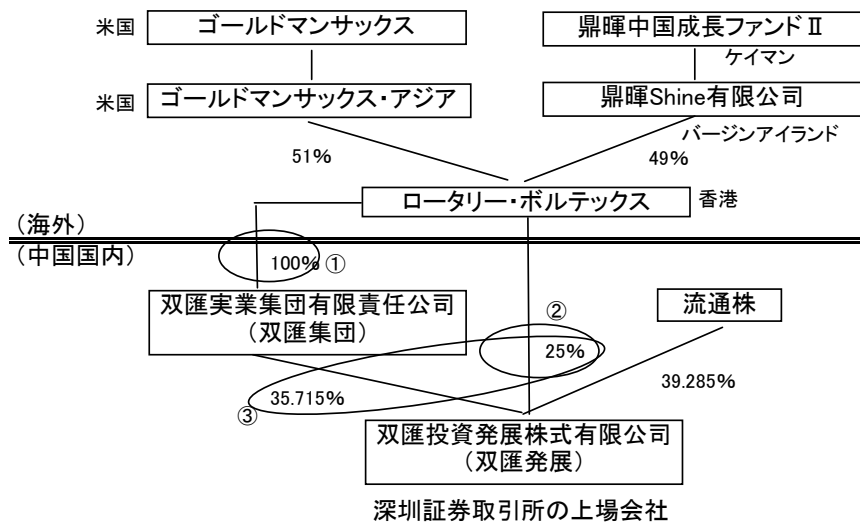
2. 今後の展望

2006年12月11日、OECDは新規定に対するコメントを発表した。同コメントでは、優遇税制の獲得を目的とした「外国企業成り」に対する規制が強化されたことを評価する一方、懸念される点として、やはり上述の国家安全の配慮や、複雑な審査認可手続きを指摘している。また、同コメントは、新規定が外国投資家による合併・買収を対象としているにも関わらず、制定前の段階で何らパブリックコメントがなされなかったことも問題点として指摘している。

実際、第三章で見た通り、対中M&A関連の法整備は、近年急速に進んできているとはいえ、投資家は異なる制定目的を持った複数の法令・規則を参照しなければならず、業界毎の行政指導もあり、どのルールに抵触しないかを見るだけでも容易ではない。また、そもそも、国有企業の資本関係は複雑な構造となっており、子会社上場、場合によっては孫会社上場もあり、買収スキームは複雑化する傾向にある。さらに、国有財産権の譲渡については国資委、外商投資企業への設立変更については商務部、上場会社の株式取得についてはCSRCの認可が必要であり、投資家として、それぞれの審査基準を満たしながら、認可取得までのスケジュールを適切に管理することはハードルの高い業務となっている。

²¹ 新規定の公布・施行後、仏セブ（SEB）社による中国調理メーカーの蘇泊尔（SUPOR）の買収案件について、商務部は初めて新規定に基づき独占審査手続きを発動し、注目を浴びている。

図表 13 ゴールドマンサックスによる双匯発展の買収スキーム



	買収者	被買収者	認可機関(時期)
①	ロータリー・ボルテックス	双匯集団(100%)	譲渡契約(2006年5月12日) 国資委(2006年8月11日) 商務部(2006年12月6日)
②	ロータリー・ボルテックス	双匯発展(25%)	譲渡契約(2006年5月6日) 商務部(2006年12月6日)
③	ロータリー・ボルテックス	双匯発展(実質60.715%)	CSRC(2007年2月13日)

(出所) 各種公告より野村資本市場研究所作成

新買収管理弁法、新規定が公布・施行された後に、外国投資家が国有の上場会社を買収した本格的な案件の第一号として、ゴールドマンサックスによる中国の食肉加工大手の双匯集団の買収が挙げられる（図表 13）。外国企業による中国企業の合併・買収に対する警戒感が高まる中で、現地報道は当該買収について「国資委、商務部、CSRCの三つの関門を突破した」との見出しで評価している（補論参照）。今後も、外国投資家による対中M&Aは引続き行われていくだろうが、新規定で設けられた国家安全への配慮などの実務への運用状況が引続き注目される²²。

補論：ゴールドマンサックスによる双匯発展の買収に関して

1. 買収までの経緯

河南省ルイ河市国有資産監督管理委員会は、同委員会が 100%保有する双匯実業集団有限公司（以下、双匯集団）の売却を決定し、2006 年 3 月 3 日、北京市財産権取引所に売却の公開入札を行った。双匯集団は中国食品加工大手の一つであり、2005 年は売上高 201 億元を計上している。

入札の結果、香港法人のロータリー・ボルテックス（ゴールドマンサックス・アジアと鼎暉

²² 新規定の公布・施行前に、独シェフラー社による中国最大規模のベアリング総合メーカーの洛陽軸承集団の買収が、買収当事者と洛陽市国有資産監督管理委員会とで合意された（2006 年 5 月）。その後、国内ベアリング会社の業界団体である中国軸承工業協会や中国機械工業連合会の反対に会い、新規定の公布・施行後も、認可取得に向けた動きが見られないままである。

Shine 有限公司による合併会社）が落札し、同年 5 月 12 日、双匯集団の持分譲渡契約が締結された。前後して、同年 5 月 6 日、ロータリー・ボルテックスは、双匯投資発展株式会社（以下、双匯発展）の 25% の持分を譲り受ける契約を締結した。双匯集団は、双匯発展の株式を 35.715% 保有している。このため、ロータリー・ボルテックスは、直接保有で 25%、間接保有で 35.715%、合計 60.715% で双匯発展をコントロールすることになった（図表 13 参照）。

2. 商務部による独占の懸念

国有財産権の譲渡については国有資産管理監督委員会（以下、国資委）が、外商投資企業への設立変更については商務部がそれぞれ認可を行うが、前者の国資委の認可は 2006 年 8 月 11 日に出されたが、後者の商務部の認可は同年 12 月 6 日までかかった。商務部の認可に時間を要した原因としては、当該買収案件が中国の食肉加工業の独占につながるか否かに対する審査が長引いたためとされている。特に、ゴールドマンサックスは、既に中国の食品加工業の大手の一つである中国雨潤食品集团有限公司（以下、雨潤集団）の持株を取得しており、独占だけでなく、競合という問題も提起されたようである。

雨潤集団の持分については、2005 年 9 月、ゴールドマンサックスが 6.5%、鼎暉中国ファンドが 5.87%、合計 12.37% の持分をコントロールしていたが、2006 年 11 月には、持分比率をそれぞれ 3.88%、1.06%、合計 7.43% まで落とし（計 4.94% 減少）、競合の問題に配慮を示している。また、買収側は、双匯発展の買収の目的（国際競争力強化など）や買収後の経営方針（コーポレートガバナンスの向上など）、競合の懸念がある雨潤集団への投資目的（戦略投資ではなく財務投資）、双匯発展の買収に伴う雨潤集団とのファイアーウォール構築などの説明を商務部に対し時間をかけて行った模様である。

3. 業界団体の姿勢と示唆

当該買収に伴う業界の独占問題に対し、業界団体である肉類協会や食品工業協会は、業界の独占をもたらすことはないとの意見であった模様である。特に、肉類協会は、①双匯発展は確かに業界ランキング一位であるが市場シェアは 3% に過ぎない、②2004 年の双匯グループ全体の豚処理数は 628 万トンで全国の 1% 強に過ぎない、③現在、肉類加工業企業には資金・マネジメント・技術が不足しており外資導入の意義が十分にある、とコメントしている。

今回の双匯発展の買収は、初期段階から現地のメディアでも取り上げられていたが、中国の国内世論は大きく問題視することは無かった。これは、関連の業界団体が賛成とは言わないまでも少なくとも反対の声を挙げなかったためであり、肉類協会に至ってはむしろ歓迎の意向を示していた。この業界団体の姿勢が、カーライルなど他の外資による問題買収案件との大きな違いである。国有企業かつ上場会社の外資による買収は今後も注目も浴びようが、業界団体の姿勢も買収の成否を決める要素の一つといえよう。

著者紹介

関根 栄一（せきね えいいち）

株式会社野村資本市場研究所 副主任研究員。

1969 年生まれ。1991 年早稲田大学法学部卒業、1996 年北京大學漢語センター修了、2002 年早稲田大学社会科学部研究科修士課程修了（学術修士）。1991 年日本輸出入銀行（現・国際協力銀行）入行、北京駐在員事務所、開発金融研究所等を経て、2006 年 5 月より現職。主要論文に「動き始めた中国の対外証券投資」『資本市場クォーターリー』2006 年秋号などがある。



Chinese Capital Markets Research