

中国における外資M&A法制の新たな動向

—外国投資者による国内企業買収に関する規定—

楊 東*
Yang Dong

中国では、全般的な外資 M&A 規定の制定の要求に応じるために、2003年3月7日に、対外貿易経済合作部が国家工商行政管理総局、国家税務総局、外貨管理局と四者共同で「外国投資者による国内企業の買収暫定規定」を公布した（4月12日施行）。この「買収暫定規定」は、部門規則（省令）であるが、この規定の公布によって、外国投資者による中国国内企業への M&A に関する主な法制度が大いに整備された。「買収暫定規定」は、中国の外資 M&A 活動を促進する面において大きな役割を果たした。

その後、2006年8月8日に、「外国投資者による国内企業買収に関する規定」が商務部の主導により公布された（以下、「新規定」と略す）。

2003年の「買収暫定規定」の改訂版としての「新規定」は、「総則」、「基本制度」、「審査と認可」、「持分を対価とする外国投資者による国内会社の買収」、「独占禁止の審査」、「附則」の6章で構成され、26条から61条までに、6000字から1.2万字までに容量が大幅に増加した。「新規定」は、商務部、工商行政管理総局、国家税務総局、外貨管理局の四つの政府部門以外に、中国証券監督管理委員会（以下、「証監会」と略す）と国有資産監督管理委員会（以下、「国資委」と略す）が新たに制定作業に参加し、国有資産保護と海外上場審査の内容をはじめ、外資M&Aの手続の具体化、

審査認可の強化、株式交換によるクロスボーダー M&A の容認、「ラウンド・トリップ」投資規制などの新内容が導入され、体系化され完備された「外資M&A法」となり、国内外から大きな関心と注目が寄せられた¹⁾。

本稿では、まずこの「新規定」の公布の背景および主な内容を分析し、最後にその意義を検討しながら、外資が中国で M&A をするにあたっての法的リスクを分析してみたい²⁾。

1 「新規定」の公布の背景

(1) M&A 方式の主流化

国連貿易開発会議(UNCTAD)が発表した『世界投資レポート(2005年)』によると、外資M&Aによる直接投資は、中国における2000年のFDIに占める比率の5.5%しかなかったが、2004年にはそれが11%に達した。もっとも、他の途上国と先進国における同比率が50%から80%ほどであるのに比べると、中国におけるこの比率は依然として低いレベルにあった。

その後、2005年の中国のFDIは700億ドルという歴史上最高レベルに達したが、2006年8月末の統計資料によると、2006年1月から8月までに中国で新設の外商投資企業が26,227社あり、これは前年比で7.63%下げ、そして外資利用金額が371.

1) 「外資買収新規定は透明な基盤を築く」金融時報2006年8月17日。

2) 以下の内容は、商務部条約法律司投資処および競争処の「新規定」ドラフト作成の立法担当官へのインタビュー（2006年9月29日実施）から得た内容も反映した。

3) 陳達「外資買収制度がより明確化の必要、関連規則が検討中」第一財經日報2006年09月19日。

*北京大学法務院 専任講師

92億ドルであり、これは前年比で2.11%下げた³⁾。

2003年3月7日に外経貿部の主導により公布された「買収暫定規定」は、ますます発展しつつある外資M&Aの現状に対応できなくなり、また、買収方式、審査認可、監督管理、資産評価、国有資産防止などの面において様々な問題が発生したため、より詳細な規定を制定することが迫られてきた。

中国の国策である外資導入を促進するために、主管機関である商務部は「買収暫定規定」を改正して、株式を対価とする持分買収の導入など外資M&A法制を整備しようと、2004末年から検討し始め、2005年春から正式改正作業をスタートした⁴⁾。そして、2006年8月8日の同規定公布までに、数十回のドラフトを経て最終的に新規定が完成したとのことである⁵⁾。

(2) 新会社法などへの適合性

2005年10月27日に公布、2006年1月1日に施行された新会社法および「会社登記管理条例」(2005年12月18日公布、2006年1月1日施行)は、持分(株式)や債権などによる出資の容認、対外投資の制限の撤廃など、大幅な改正を行った。そのうち持分出資の制度などは、これまで商務部が狙ってきた「株式交換による持分買収」(持分買収の対価柔軟化)を実現するための法律的根拠を与えたのである。

(3) 「偽外資」に対する規制

中国国内企業が関税などの税制面やその他の優遇政策を享受するために英領バージン諸島などで会社を設立し、その後、再び外資M&Aなどを通じて中国国内に投資するというケースがある。このような外資を「偽外資」と名づけている⁶⁾。近年、「偽外資」がますます増加する傾向があり、中国の外資導入の優遇政策を悪用している国内企業に対して規制を加えなければならないとする中国政府の認識が強まった。そのため、外資M&A法規にこの「偽外資」に対する規制措置が取り入れられるようになった。

(4) 特殊目的会社を利用する間接的な海外上場の法整備

民営企業にとって、1990年初頭から国有企業を救済するために作られた株式市場への上場は最初から困難であった⁷⁾。そして、中国の国有企業改革とともに形成された株式市場において、2001年6月の国有株削減政策の失敗以来、中国の株式市場の株価指数は2100点ぐらいから2005年5月に1000点ぐらいにまで下がりつつ、株式市場を通じた資金調達機能が働かなくなった⁸⁾。

また、海外への直接上場は中国の証監会の許認可が必要であり、容易なことではなかった。民営企業は証監会の許認可を避けて間接的な海外上場を模索した結果、特殊目的会社を利用する間接的な海外上場が誕生した。

4) 「国内株式交換投資方式検討会紀要」(2005年3月9日商務部条約法律司主催)が報道されている。経法網<www.economiclaw.com.cn> 2005年6月14日。

5) 商務部条約法律司投資処の「新規定」ドラフト作成の主な担当官へのインタビューによる(2006年9月29日実施)。

6) 「偽外資」問題について、6の「ラウンド・トリップ」投資規制(「偽外資」問題への対応)において詳しく分析する。

7) 中国の国有企業の経営不振および改革と株式制度・株式市場との関係については、拙作「中国における国有株の法的な諸問題」【一橋研究】第28巻3号(2003年10月)を参照されたい。

8) 2005年5月からスタートした「株主権分置改革」により、市場への信頼が再び回復し、株価の上昇に伴い、2006年初めからIPOが再開し、中国の株式市場を通じた資金調達機能が回復されつつある。

(5) 外資M&Aに対する国有資産の流失および国家経済安全の懸念

世界一のビールメーカーであるベルギー・インベブによる福建省最大のビールメーカー福建雪津ビールの完全買収、米大手投資ファンドのカーライル・グループによる重機メーカー徐州工程機械(徐州工程機械グループの子会社)買収の「徐工案件⁹⁾」、独ベアリング大手シェフラーによる洛陽軸承の買収などの外資買収案件が社会的な話題となった。この流れの中で、国有資産流失の防止、民族産業および国家経済安全の保護を提唱する声が上がリ、外資導入政策に国有資産流失の防止、民族産業および国家経済安全保護などの規定を加えるべきであるという意見が噴出した。このような懸念と不安を最小限に抑えるために、外資導入の促進政策を維持する主管機関である商務部は、新規定の制定作業を速め、早期公布を実現した。

もっとも、「新規定」は「徐工案件」などの影響により制定されたという報道もあるが、実際には、「新規定」は2003年4月に施行された「買収暫定規定」に対する改正であり、その下準備は2005年10月の「徐工案件」の約一年前からすでにスタートしていた。したがって、「新規定」は、2005年の「徐工案件」騒ぎに影響されて制定されたのではない¹⁰⁾。

また、2004年の五矿集団并购加拿大によるNorandaの買収の失敗、2005年8月の中国海洋石油有限公司(CNOOC Ltd)によるアメリカ石油

大手ユノカルの買収失敗などの案件において、カナダやアメリカ政府による国家安全上の審査などの影響が大きかった。とくに、中国海洋石油有限公司によるユノカル買収失敗は中国国内に大きな反響を及ぼし、外資による中国国有企業買収に対して対等原則をとり、アメリカのように国家経済安全審査制度を中国に導入しようという声が上がってきた。このような声が「新規定」の早期公布を促進した。

2 買収方式

「新規定」の中で「外国投資者買収」とは、外国の会社、企業、経済組織または個人が直接持分や資産の買収によって、非外商投資企業である国内会社の買収を行うことを意味する。

持分買収と資産買収は、国際的M&Aの主な手法であるといわれている。「新規定」によれば、外資買収は、持分買収と資産買収の二種類に分けられる。そのうち持分買収は、①貨幣金銭を対価とした国内会社の株主からの持分の買収や国内会社の増資の引受と、②海外証券取引所に上場する会社の株式や新規定第4章第3節に定められる特殊目的会社(SPC)の株式またはその新株を対価とした国内会社の株主からの持分買収や国内会社の増資の引受という二つのパターンがある。これに対して、資産買収の対価は、貨幣金銭しか認められていない。

9) 2005年10月25日、アメリカの投資会社カーライル・グループは、南京で徐州工程機械グループと「戦略投資協議」に調印した。この協議に基づき、カーライル・グループは3.75億米ドルの資金を出資し、徐州工程機械グループの傘下会社である徐州工程機械株式会社の85%の株式を取得し、中国最大の工程機械企業を支配するようになる予定であった。当事者双方は調印後、このプロジェクトの認可を得るべく商務部、国家発展改革委員会などの部門へ報告を行った。2006年7月、当事者は商務部の認可を得たが、様々な討論を経た後、結局9月20日に、国家発展改革委員会は徐工を「外資による買収禁止企業」名簿に書き入れ、「徐工案件」がここで終止符を打った。しかし、最新報道によると、カーライル・グループは徐州工程機械グループと徐州工程機械株式会社の50%の持分譲渡を協議しているとされている。「カーライルが徐工の買収比率を50%に下げようとする」国際金融報2006年9月29日。

10) これについても、商務部条約法律司投資処の「新規定」ドラフト作成の立法担当官へのインタビュー(2006年9月29日実施)によって確認できた。

持分買収の対象企業は、会社法に基づいて設立された会社、または、企業再編で形成された会社に限定される。これに対し、資産買収の対象企業は、すべての企業形態に適用される。そのため、「新規定」が適用する外資 M&A の対象企業は、多種多様な組織形態と所有制形態を有する国内企

業を包含することになる¹¹⁾。

以下では、図表を作成して、外資 M&A を申請する際に必要となる書類と申請書類に含むべき内容という二つの面から、持分買収と資産買収を比較してみよう。

	持分買収	資産買収
必要書類	<ul style="list-style-type: none"> ①被買収国内有限会社の株主が外国投資者の出資持分買収に一致して同意する決議、または被買収国内株式会社が外国投資者の出資持分買収に同意する株主大会決議 ②被買収国内会社を法によって外商投資企業に変更設立する申請書 ③買収後に設立される外商投資企業の契約書、定款 ④外国投資者が国内会社の株主の出資持分を買収する、または国内会社の増資を引き受ける協議 ⑤被買収国内会社の前財務年度の財務監査報告 ⑥公証および法によって認証を経た投資者の身分証明書または登録登記証明および資本信用証明書 ⑦被買収国内会社の投資先企業の状況説明 ⑧被買収国内会社およびその投資先企業の営業許可証（副本） ⑨被買収国内会社の従業員配置計画 	<ul style="list-style-type: none"> ①国内企業の財産権保有者または権力機構が資産売却に同意する決議 ②外商投資企業設立申請書 ③設立予定の外商投資企業の契約、定款 ④設立予定の外商投資企業と国内企業が調印した資産購入協議、または外国投資者と国内企業が調印した資産買収協議 ⑤被買収国内企業の定款、営業許可証（副本） ⑥被買収国内企業が債権者に通知、公告した証明および債権者が異議を提出したか否かの説明 ⑦公証および法によって認証を経た投資者の身分証明文書または開業証明、関連資本信用証明文書 ⑧被買収国内企業の従業員配置計画 ⑨新規定第13条、第14条、第15条で送付を要求する文書。なお、第23条第1項の規定に照らして国内企業の資産を買収および運営し、他の関係政府部門の許可が必要な場合、関連する許可文書をあわせて送付しなければならない。
申請書類に含むべき内容	<ul style="list-style-type: none"> ①協議各方の状況。名称（氏名）、住所、法定代表者の氏名、職務、国籍等を含む。 ②出資持分買収または増資引受の金額および価額 ③協議の履行期限、履行方式 ④協議各方の権利、義務 ⑤違約責任、紛争解決 ⑥協議調印の時間、場所 	<ul style="list-style-type: none"> ①協議各方の状況。名称（氏名）、住所、法定代表者氏名、職務、国籍等を含む。 ②購入予定資産の明細、価格 ③協議の履行期限、履行方式 ④協議各方の権利、義務 ⑤違約責任、紛争の解決 ⑥協議調印の時間、場所
審査期間	審査認可機関は、必要とされている全ての文書を受け取った日から、30日以内に認可するか否かを決定する（第25条）。	

11) 「商務部解釈外国投資者併購境内企業暫行規定」国際商報2003年3月28日を参照。

3 買収対象企業の制限

外国投資者による国内企業への買収は、中国の法律、行政法規および規則において定められた投資者資格の要求、および、産業、土地、環境保護などの政策に合致しなければならない(第4条1項)。「買収暫定規定」が2006年8月に改正される際に、産業政策以外に、土地および環境保護などが追加された。

「外商投資産業指導目録」¹²⁾により、外国投資者の独資経営が認められない産業の場合、外国投資者は、買収によって企業の全持分を保有してはならず、中国側の持分支配または相対的な持分支配が必要な産業の場合、当該産業に属する企業は、買収後も、中国側が持分支配または相対的な持分支配の地位を維持しなければならない、外国投資者による経営が禁止される産業の場合、外国投資者は当該産業に従事する企業に対して買収してはならないとされている(第4条2項)。

即ち、外資買収は、外商投資産業政策と合致することが求められ、外商投資に対する産業分野における奨励類、許可類、制限類および禁止類の政策がそのまま適用される。

また、外資買収による民族産業の育成および国家経済安全への不安と懸念から、緊急保護措置として、新規定は、第12条において「外国投資者が国内会社を買収しかつ実質支配権を取得して、重点業種にかかわる場合、国の経済安全に影響を及

ぼすまたは及ぼす可能性がある要素が存在する場合、著名商標または中華老舗ブランドを有する国内会社の実質支配権の移動をもたらす場合は、当事者は商務部に審査申立を行わなければならない。」と規定した。なお、これまでは、1億ドル以上の外資買収の案件しか、商務部の審査認可が必要ではなかった。

これにより、地方政府が担当してきた多くの外資買収案件の審査認可の権限が、商務部に移された。新規定第12条は、「新規定」の中でも注目すべき内容であり、国内外から大きな注目が集められている。

この規定については、批判的な意見も少なくない。例えば、本条に述べられる「重点業種」、「著名商標」、「中華老舗ブランド」、「国家経済安全」などの概念は曖昧で、中国国内ではまだこの基準を明確にすることが困難である。このため、買収当事者、地方政府、中央政府(商務部など)の間に本条に対する理解の不一致が発生しやすく、法令制定の趣旨に違背する現象があらわれてくる¹³⁾。また、このような曖昧な概念を執行する場合、法令執行者には大きな裁量権が与えられ、レンド・シーキング(lend seeking)をもたらす可能性が高くなる。それとともに、買収当事者にとっては買収コストが増加し、買収の非効率の問題が発生する。

そして、新規定第12条第2項は「当事者が審査申立をせず、その買収行動が国家経済安全に影響

12) 中国では、外資の導入に関する一般的な指針として、外商投資ガイドライン(正式名称は「外商投資の方向を指導する規定」である)がある。このガイドラインには、付属の業種等のリストがあり(正式には「外商投資産業指導目録」という)、具体的に各業種を「奨励類」、「許可類」、「制限類」および「禁止類」に分類している。これによって、各分類に応じて、設立の手続や外資出資比率などがわかる形となっている。WTO加盟後の2002年4月に、新しい「外商投資の方向を指導する規定」および「外商投資産業指導目録」が施行された。その中で、禁止類の減少、奨励類の大幅増加、審査認可権限の緩和など、外資導入を促進する政策が打ち出された。射手矢好雄著「日中貿易投資の紛争対応システム—投資編—」(日本機械輸出組合、平成14年6月)28—30頁。

13) 唐玮「紅籌模式又遇尷尬，外資併購新弁法效率存疑？(レッドチップ・モデルが微妙な立場に、外資買収新規定の効率に疑問)」中国経済時報2006年8月22日。

を及ぼすまたは及ぼす恐れがある場合は、買収行動による国家経済安全への影響を取り消すために、商務部は関連部門と協力して当事者に対して取引の中止または関連持分・資産の譲渡など他の有効措置を取ることを求めることができる。」と規定している。これは、比較的曖昧な規定であり、執行の面でも商務部へ比較的大きな裁量権を与えた。実務上、このような「事後取消」のやり方は、買収当事者間の買収活動に不安定さを与えている。手続上においても、「商務部は関連部門と協力して当事者に対して取引の中止または関連持分・資産の譲渡など他の有効措置を取ることを求めることができる」と定めるにとどまり、買収取引の当事者にとって重要な行政不服申立手続や司法救済の手続などの規定はまったく設けられていないと批判されている¹⁴⁾。

4 株式交換によるクロスボーダー買収の容認 (持分買収の対価柔軟化)

「買収暫定規定」と比べると、「新規定」の内容が最も増えたのは第4章「持分を対価とする外国投資者による国内会社の買収」である。この章において、外資が株式交換の方式で国内会社を買収できると初めて明確に規定した。日本において、三角合併制度が紆余曲折の結果、導入されたことと対照的に、「外資導入」政策の下でのこの中国の大胆さに驚くばかりである。

(1) 導入の背景

株式交換は、諸外国のクロスボーダーM&Aの実践においてよく利用されている。中国では、法的根拠がなかったため、実務上あまり利用できなかった¹⁵⁾。

2003年の「買収暫定規定」では「対価としての支払手段は、国の関連法律、行政法規の規定に合致しなければならない。外国投資者がその処分権を有する株券または合法的に保有する人民元資産を支払手段とする場合は、外貨管理部門の審査を経なければならない。」(第9条5項)と定めるにとどまり、具体的な細則がなかったため、「買収暫定規定」が実施されてから3年間、本格的に持分を対価とする外資買収は一件もなかった。

「新規定」は、株式交換による買収について独立した一章を設けて、「持分を対価とする買収の条件」(第一節)、「申告書類と手続」(第二節)、「特殊目的会社に関する特別規定」(第三節)という3節に分け、第27条から第50条まで全23条で構成した。これは、「新規定」の中で最大の章であり、今後の改正において内容が大幅に増加した最も重要な部分である。

(2) 適用対象

持分を対価とする外資買収は、二つの状況に適用される。すなわち、国外の上場会社の株式を対価とする外資買収の場合と、国内の自然人と企業が国外上場の目的で国内企業の持分をもって国外において特殊目的会社を設立し、国内企業を買収

14) 「外資買収新規定の『変遷』と国家経済安全」中国経営報2006年08月26日。

15) これまでの中国の外資M&Aで、株式交換が利用されたことがあるという報道もある。民営企業の海外上場のために、ケイマンなどでSPCを設立し、そのSPCの株式で国内民営企業と株式交換を行い、SPCが国内民営企業の持分をもって海外上場を実現するという、株式交換を変質した方式が実施されたケースがあるとされている。伍雄志、蘇文俊「外資併購新規対外資リスク投資の影響(ベンチャーキャピタルに対する外資M&A新規定の影響)」China Venture, 2006年8月15日参照。しかし、北京の法律事務所に勤める友人の弁護士へのインタビューによると、これまでのSPCを利用した民営企業の海外上場の方式においては、現金で国内企業を買収するのが一般的であり、株式交換の方式を利用した事例はほとんどないとのことである。

する場合である。持分を対価とする外資買収は、あらゆるクロスボーダーM&Aに適用されるものではない。

(3) 意義

持分を対価として支払う場合は、現金を調達する困難を避けて、財務コストを削減し、「小企業」による「大企業」の買収も可能となる。

また、クロスボーダーの企業買収において株式交換制度を導入することは、特殊目的会社を利用する海外上場など、融資とM&A市場に新たな変化をもたらす。さらに、特殊目的会社を利用した国内会社の海外上場は、国内企業のコーポレート・ガバナンスの改善に役立つ。

この制度の導入は、外資に中国進出の一つの大きなパイプとルートを敷いたので、中国のクロスボーダーM&Aを大いに促進するであろう。一方、国内企業にとっても、産業および資産の整合性のステップを整えて、グローバル化の企業競争に参与できる能力を獲得する結果となり、国内企業の国際競争力の向上が期待できるであろう¹⁶⁾。

(4) 適用の条件

「新規定」によると、「持分を対価とする外国投資者による国内会社の買収」とは、外国会社の株主がその保有する外国会社株式またはその外国会社がその新株を支払対価として、中国の国内会社の株主の持分を買収するか、または、新株を引き受ける行動を指す(第27条)。

外国会社がこの制度を利用する場合、まずその前提条件として、外国会社が合法的に設立され、登録地で完備した会社の法律制度を有しており、

かつ会社およびその管理層が最近3年において監督管理機構の処罰を受けていない必要がある。また、国外会社は、上場会社であり、上場所在地に完備した証券取引制度を有している必要がある。

また、外国投資者が株式交換により国内企業の出資持分を買収するには、さらに以下の条件等を満たす必要がある。①株主が合法的に当該外国会社の株式を保有し、自由に譲渡できること。②所有権の紛争がなく、かつ、質権設定やいかなるその他の権利制限もないこと。③当該外国会社の出資持分が国外の公開された合法的な証券取引市場(店頭取引市場を除く)で開業取引されていること。④外国会社の直近1年間の株価が安定していること。があげられ、外国企業の株式による国内企業を買収には、商務部の認可が必要とされた。

(5) 買収顧問

「新規定」は、外国投資者が持分をもって国内会社を買収するにあたり、国内会社またはその株主が中国で登録登記されている仲介機構を顧問として(以下「買収顧問」という)招聘しなければならないと初めて明確な規定を設けた。買収顧問は、買収申請文書の真実性、外国会社の財務状況、ならびに、買収が本規定第14条、第28条および第29条での要求に適合しているか否かについて、デューデリジェンスを実施し、かつ買収顧問報告を作成して、前述内容につき項目毎に明確な専門意見を発表しなければならないとされている(第30条)。

また、買収顧問は、以下の三つの条件を満たさなければならない。すなわち、①信用良好でかつ関連従業経験があること、②重大な違法、規則違反の記録がないこと、③外国会社の登録地および上場所在地の法律制度と外国会社の財務状況を調

16) 費国平「規範外資併購，更需規範審查認可行為（外資買収を規範し，審查認可行為を更に規範化する）」第一財經日報，2006年8月17日。

査・分析する能力を有することである(第31条)。

(6) 申請書類

外国投資者が株式交換により中国の国内会社を買収する場合、商務部が審査認可を行う。ところで、株式交換が行なわれると、買収対象会社が中国の国内会社から外商投資企業に変更されるだけでなく、国内会社の株主が外国会社の株式を所有することになる。つまり、株式交換は、売主である中国会社または中国籍の自然人による对外投资行為である。そのため、商務部に審査認可を申請する場合、買収対象会社は、現金等を対価とする買収の場合に提出すべき各種書類のほか、以下の書類を提出しなければならない(第32条)。

すなわち、①国内会社の直近1年間の持分変動および重大な資産変動状況の説明、②買収顧問の報告書、③関連する国内外の会社およびその株主の開業証明または身分証明文書、④国外会社の株主の株式保有状況の説明と国外会社の5%以上の株式を保有する株主の名簿、⑤国外会社の定款と対外担保の状況の説明、⑥国外会社の直近年度の監査を経た財務報告および直近半年の株式取引状況の報告である。

これらの書類は、国内会社の株主の海外投資者としての適格性、買収対価株式の投資対象としての適格性を判断する資料として要求されるものである。

(7) 申請手順

商務部による審査は、①外国投資者による国内会社の持分買収の審査認可、②国内会社の株主による買収対価株式の取得の審査認可という2段階に分けて行なわれる。

第1段階においては、商務部が所定の申請書類をすべて受領した後、30日以内に審査認可を行う。

認可する場合は、対象企業に対して6カ月の期限が注記される認可証書が発行され(第33条)、登記管理機関、外貨管理機関からは、それぞれ8カ月の期限が注記される営業許可証および外貨登記証が発行される(第34条1項)。国内会社が登記管理機関で変更登記の手続を行う際、株主構造の回復を目的とした国内会社法定代表者が署名した株主変更申請書、会社定款修正案、株式譲渡協議書等の文書を事前に提出しなければならない(第34条2項)。

第2段階において、国内会社またはその株主は、期限の注記のある営業許可証の発行後6カ月以内にその国外会社の持分を取得する事項につき、商務部および外貨管理機関に国外投資企業設立の認可・登記手続を申請しなければならない(第35条1項)。

当事者は、商務部に「国外投資企業設立の認可事項に関する規定」に求められる文書を提出するほか、注付けの外商投資企業認可証書と注付けの外商投資企業営業許可証をも提出しなければならない。商務部が国内会社またはその株主が国外会社の株式を保有することを審査確認した後、中国企業国外投資認可証書を発行し、かつ注付けのない外商投資企業認可証書を交換発給する(第35条2項)。国内会社は注付けのない外商投資企業認可証書を取得した後、30日以内に登記管理機関、外貨管理機関に、注付けのない外商投資企業営業許可証、外替登記証の交換発給を申請しなければならない(第35条3項)。

認可がなされると、期限の注付けのない認可証書、営業許可証および外貨登記証が発行される。注記のある営業許可証発行後6カ月以内に、国内外の会社が持分変更手続を完了しない場合は、注付けのある認可証書等は自動的に失効し、株式交換による買収手続前の原状を回復する手続きが行

われる（第36条1項）。

国内会社が増資発行した株式の引受が実現されない場合、登記管理機関が第36条1項に基づき変更登記の認可を行う前に、国内会社は「会社法」の規定に従い、相応の登録資本金を減額し、かつ新聞紙で公告しなければならない（第36条2項）。

国内会社が第36条2項の規定に従い、相応の登記手続を行わない場合、登記管理機関は「会社登記管理条例」の関連規定に従って処理する（第36条3項）。

5 特殊目的会社

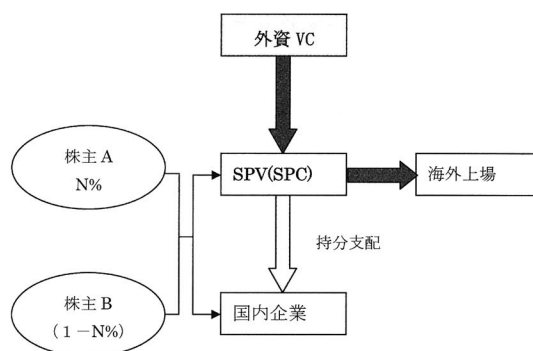
クロスボーダーM&Aにおける株式交換制度の導入は、外資導入促進の目的以外に、特殊目的会社に対する制度整備という目的も有する。「新規定」は、第4章で一節を設け、特殊目的会社に対して詳細に規定した（第39条から第50条まで、全12条で構成される）。

(1) 定義および背景

特殊目的会社（SPC）とは、中国国内会社または自然人が他の実際に保有する国内会社の権益をもって国外での上場を実現させるために、直接または間接に支配する国外会社を指す（第39条1項）。

特殊目的会社が国外での上場を実現させるために、その株主が保有する会社株式、または、特殊

目的会社が増資発行する株式をもって支払手段とし、国内会社の株主の株式または国内会社の増資発行する株式を取得する場合、本節の規定を適用する（第39条2項）。当事者が特殊目的会社の権益を保有する国外会社を国外上場主体とする場合、当該国外会社は、本節の特殊目的会社の関連要求に合致しなければならない（第39条3項）。



これまでの中国の民間企業の海外上場には、「紅籌模式（レッドチップ¹⁷⁾・モデル）」という方法がある。すなわち、国内企業の株主が国内企業の持分と同様の持分比率でバージン諸島やケイマン諸島などでSPCを設立して、SPCが現金で国内企業の持分を買収し、その後、VC（Venture Capital・ベンチャーキャピタル）がSPCに資金を注入して、一定の条件を満たした場合に、SPCが海外の証券取引所に上場するというものである。

最初の事例は、香港GEM¹⁸⁾に上場を果たした、初めての中国民間企業である裕興科技控股有限公

17) 「レッドチップ」とは、中国本土に主な事業資産を有している海外登記の企業で、香港に上場している銘柄の総称である。これは優良銘柄「ブルーチップ」に対して、中国本土の共産党政権を象徴する「赤」を掛け合わせた造語である。「赤」は勢いを感じさせる。レッドチップ企業のダイナミックな展開をも象徴しているといえる。複数形はレッドチップスである。レッドチップの背景であるが、香港が中国本土に返還されると決まった1980年代、香港の前途に対する外資の失望が広がり、香港に対する本土の計画経済の影響力の増大を心配し、外資の香港離れが進む中、香港の活力を失わせないためにも、本土からの資金が大々的に香港に流れ込むようになったのである。一部企業では本土資金によって資産を再編し、株式市場への上場を果たす企業もでてきた。こうしてレッドチップという概念が生まれたのである。レッドチップは中国資本が35%以上を占め、通常はバミューダ諸島、ケイマン諸島、英領バージン諸島（BVI）などの「タックス・ヘイヴン（租税回避地）」で登記されている。法律と会計制度は登記地のものが適用される。金融、投資、航空、IT、通信などの企業が中心となっている。また、コングロマリットに特化している企業が多いことも特徴である。本土系企業に対する香港、あるいはその株式市場の重要性がなくなる限り、レッドチップスは今後も増加していきそうである。

18) GEM（Growth Enterprise Market）、「香港版ナスダック」を目標として設立されたベンチャー起業向けの市場である。

司 (Yuxing InfoTech Holdings Ltd.) である。それ以降の民営企業の上場は、ほとんどレッドチップ・モデルを利用している。しかし、「新規定」が公布されるまでは、このような上場方式に、法律上の根拠はなかった¹⁹⁾。そのため、実務界から法整備の要望が強かった。また、これまではSPCが国内企業を買収する際に、現金しか利用できなかった。膨大な資金調達、外貨管理部の審査など、上場するために多大なコストがかかるという理由で、実務界からは、以前から国内企業を買収対価として現金ではなく持分(株式)の利用が要求されてきた²⁰⁾。

そこで、「新規定」は、SPCを利用する間接的な上場モデル(レッドチップ・モデル)に明確な法的地位を与えただけではなく、これまで産業界、実務界が検討してきた「株式交換によるクロスボーダー M&A(外国投資者による国内企業買収の対価柔軟化)」を認めた。

ただし、「新規定」は、特殊目的会社に対して様々な規制措置を出した。例えば、特殊目的会社が国外で上場取引する場合には、証監会の認可を経なければならないとした。また、国内会社が国外に特殊目的会社を設立する場合には、商務部に審査認可手続を申請しなければならないとした。さらに、国外会社および自然人は特殊目的会社から得た利潤、配当金および資本変動による外貨収入は、取得日から6ヶ月内に中国国内に返還しなければならないとした。このように、「新規定」はただ「偽外資」の進入を防止するためだけでなく、「真内資」の海外への流失を減少させることを目的としているとも言える。

(2) 証監会の許認可

「新規定」は、SPCを利用する間接的な上場モデル(レッドチップ・モデル)に明確な法的地位を与えながら、さまざまな規制措置を取った。まずは、特殊目的会社の国外での上場取引は、国务院証券監督管理機構の承認を得なければならないと規定した。しかも、特殊目的会社の国外の上場所在国または地域は十分に整備した法律と監督管理制度を有し、その国外の証券監督管理機構はすでに国务院証券監督管理機構との間で監督管理協力覚書を調印しており、かつ有効な監督管理協力関係を保っていなければならないと具体的に要求した(第40条)。

(3) 国外上場する国内会社の条件

「新規定」は、SPCを利用して間接的な海外上場を図る国内会社に対して、以下の四つの条件を満たすべきことを規定した。すなわち、①財産権が明確で、財産権に関する争議または潜在的な財産権争議がないこと、②完全な業務システムと良好な持続的経営能力を持つこと、③健全なコーポレート・ガバナンスと内部管理制度があること、④会社およびその主要株主が直近3年以内に重大な違法、規則違反記録がないことである(第41条)。

(4) 特殊目的会社の設立

「新規定」は、国内会社が国外で特殊目的会社を設立するにあたり、商務部に認可手続を申請するものと明確に規定した。

認可手続を行うとき、国内会社は、商務部に対して、「国外での企業投資設立認可事項に関する規定」²¹⁾に要求されるものに加えて、別途以下の

19) 法的根拠がないという法令の不備により、国内企業の外資化、国内資産の流失、国内資本市場の空洞化などの問題が発生し、市場秩序および国家経済安全にマイナスの影響がもたらされた。

20) 伍雄志、蘇文俊「外資併購新規対外資風險投資的影響(ベンチャーキャピタルに対する外資 M&A 新規定の影響)」China Venture, 2006年8月15日。

21) 商務部令2004年第16号, 2004年10月1日公布, 同日施行。

文書を提出しなければならない(第42条1項)。すなわち、①特殊目的会社の最終的な支配者の身分証明文書、②特殊目的会社の国外上場商業計画書、③特殊目的会社の将来の国外上場株式発行価格について買収顧問が作成した評価報告書である。

設立者または支配者は中国企業国外投資認可証書を取得した後、所在地の外貨管理機関に対し、相応の国外投資の外貨登記手続を申請しなければならない(第42条2項)。

これにより、上場する場合は証監会の認可が必要となることにあわせて、SPCを利用した間接的な海外上場は、政府(主に商務部と証監会)からの許認可を避けることができるという最大のメリットがなくなり、実際の運用において苦しい立場に迫られるであろうと実務界から意見が出されている。

(5) 株式交換を利用する場合に国内会社が提出する書類

「新規定」は、特殊目的会社が持分で国内会社を買収する場合、国内会社が商務部に提出すべき書類を詳細に規定している。国内会社は、新規定第32条に要求される書類のほかに、商務部に次の書類も提出しなければならない(第44条1項)。すなわち、①特殊目的会社を設立する際の国外投資企業設立認可文書および証書、②特殊目的会社の国外投資外貨登記表、③特殊目的会社の最終的な支配者の身分証明文書または開業証明、定款、④特殊目的会社の国外上場商業計画書、⑤特殊目的会社の将来の国外上場株式発行価格について買収顧問が作成した評価報告書である。

特殊目的会社の権益を保有する国外会社が国外上場の主体になる場合、国内会社は、①当該国外会社の開業証明および定款、②特殊目的会社と当該国外会社との間で行われた、買収される国内会

社の取引手配と価格換算方法についての詳細な説明を提出しなければならない(第44条2項)。

(6) 申請手順

SPCを利用した国外上場の申請手順は、以下のとおりである。

- ① 商務部が新規定第44条に定める書類について初審で認めた場合、商務部は原則として回答書を発行し、国内会社は当該回答書をもって、証監会に上場申請の書類を提出する。証監会は、20業務日以内に認可するか否かを決定する(第45条1項)。
- ② 国内会社が証監会の審査認可を取得した後、商務部に認可証書の受領申請を行う。商務部は当該国内会社に対し、「国外特殊目的会社が株式保有し、営業許可証発行日より1年以内有効」の文言を注記した認可証書を発行する(第45条2項)。

買収により特殊目的会社の持分等の事項が変更した場合、特殊目的会社の持分を保有する国内会社または自然人は、注記付けの外商投資企業認可証書をもって、商務部に特殊目的会社の関連事項について国外投資企業設立変更認可手続を行い、かつ所在地の外貨管理機関に外国投資外貨登記の変更手続を申請するものとする(第45条3項)。

- ③ 国内会社は、注記された認可証書を受領した日から30日以内に、登記管理機関、外貨管理機関へ変更登記を行い、登記管理機関、外貨管理機関は当該国内会社に対し、「発行日より14ヶ月以内有効」の文言を注記した外商投資企業営業許可証および外貨登記証をそれぞれ発行する(第46条1項)。国内会社が登記管理機関へ変更登記を行う場合、株主構造の回復を目的とする国内会社の法定代表者が署名した株主変更申請

書、会社定款修正案、株式譲渡協議書等の書類を事前に提出しなければならない(第46条2項)。

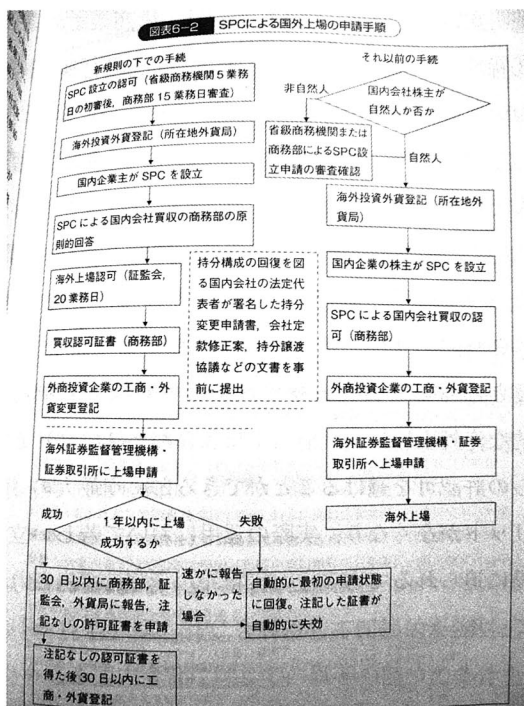
- ④ 国内会社は、特殊目的会社または特殊目的会社と関係のある国外会社が国外上場を完了した日より30日以内に、商務部に国外上場状況および融資収入返還計画を報告し、注記付けのない外商投資企業認可証書の交換発給を申請する。また、国内会社は、国外上場を完了した日より30日以内に、証監会に国外上場状況を報告し、かつ関連する届出文書を提出しなければならない。国内会社は、外貨管理機関に融資収入返還計画を提出し、外貨管理機関よりその実施を監督される。国内会社は、注記付けのない認可証書を取得した後、30日以内に登記管理機関、外貨管理機関に、注記付けのない外商投資企業営業許可証、外貨登記証の交換発給を申請するものとする(第47条1項)。

国内会社は前記期間内に商務部に報告しなかった場合、国内会社の注記付けのある認可証書は自動的に失効し、国内会社の株主構造は持分買収前の状態に戻り、かつ新規定第36条に基づき国内会社は登記の変更手続を行うものとする(第47条2項)。

また、営業許可証発行日より1年以内に、国内会社が注記付けのない認可証書を取得できない場合、注記付けの認可証書は自動的に失効してしまうことになり、かつ新規定第36条に基づき国内会社は登記の変更手続を行うものとする(第49条)²²⁾。

以上の上場会社の申請手順に基づき、「新規定」

実施後の手続と実施前の手続とを比較しながら、以下のような図表を作成してみた²³⁾。



SPCを利用した株式交換による国外上場方式は、中国では新規性があるものでもあり、中国の監督管理機関としては非常に慎重な態度を取っている。この図表からわかるように、関係する審査認可機関は四つあり、商務部、外貨管理局、工商行政総局および証監会である。SPCの設立から最後の上場まで正式に獲得すべき各種の証書、許可および登記の回数は、8回にも上る。

(7) 国外上場融資収入の用途

「新規定」は、特殊目的会社の国外上場の融資収入について、外貨管理機関に届け出た返還計画

22) 「新規定」は、特殊目的会社が現金を対価とし国内企業を買収する場合、一年の国外上場の期間制限を受ける否かについて明確に規定していない。利用による新規并没有明文規定海外特殊目的公司以現金作为支付手段返程收购境内企业也受一年海外上市条件约束。実務界では一年の期間制限は、持分を対価とする買収に限っていると認識されている。唐玮「紅筹模式又遇尴尬，外資併購新办法效率存疑？(レッドチップ・モデルが微妙な立場に、外資買収新規定の効率に疑問?)」中国経済時報2006年8月22日。

23) 伍雄志、蘇文俊「外資併購新規対外資風險投資の影響(ベンチャー・キャピタルに対する外資 M&A 新規定の影響)」China Venture, 2006年8月15日を参照した。

に従い、国内会社および自然人が現行の外貨管理規定に基づき中国国内に返還して使用すると定めている。融資収入は、三通りの方法で国内に返還することができる²⁴⁾とされている(第48条1項)。すなわち、①国内会社への商業貸付の提供、②国内での外商投資企業の新設、③国内企業の買収である。

上記の状況下で国内会社および自然人が特殊目的会社の国外融資収入を返還する場合、中国の外商投資および外債管理に関連する法律・行政法規を遵守しなければならない。特殊目的会社の国外融資収入を返還することにより、国内会社と自然人の保有する特殊目的会社の權益または特殊目的会社の純資産が増加することになった場合、当事者はそれを事実どおりに開示かつ申告し、審査認可手続が完了した後、相応の外資外貨登記と国外投資登記の変更手続を行なうものとする(第48条2項)。

国内会社および自然人が特殊目的会社から獲得した利益、配当金および資本変動によって取得した外貨収入は、獲得した日より6ヶ月以内に中国国内に返還しなければならない。利益または配当金は、経常項目の外貨口座に入れるか、または、人民元転手続を行うことができる。資本の変動による外貨収入は、外貨管理機関の認可を経た後、資本項目の専用口座を開設し保留することができ、また、外貨管理機関の認可を経た後、人民元転手続を行うこともできる(第48条3項)。

(8) 国内資産の流失の防止措置

特殊目的会社の国外上場の株式発行価額の総価額は、その対応する中国の関係する資産評価機構によって評価された、買収される国内会社の持分

価値を下回ってはならないものとされる(第43条)。

この規定は、国外上場融資収入の用途を規定している新規定第48条や、SPCの持分で国内会社を買収する場合に国内会社が商務部に詳細な書類(特殊目的会社の国外投資外貨登記表、特殊目的会社の最終的な支配者の身分証明文書または開業証明、定款、国外上場の関連書類)を提出しなければならないとする同第44条などとともに、国内資産の国外への不当移転や流失を防止する措置であり、国外上場を図る国内会社の資産の質を保護するための中国政府の規制である。これらの規定が、実務界の今後の運用に影響を与えるであろうと報道されている²⁴⁾。

以上分析してきたように、「新規定」は、特殊目的会社を利用する間接的な国外上場である「レッドチップス・モデル」を念頭に、これまで比較的自由であった国内資産を背景とした海外上場について、手続、資金調達、資金運用の面において厳しい規制を取り入れた。海外上場会社の規範化や質的向上には、「新規定」はプラスと評価されようが、企業の資金調達の機動性が損なわれることは否定できない。特に資金調達の環境が整備されていない中国国内で苦闘している民営企業のため、特殊目的会社を利用する間接的な国外上場に対する法整備と制度改革は依然として重要であろう。

6 「ラウンド・トリップ」投資規制 (「偽外資」問題への対応)

「偽外資」とは、中国大陸本土の資金が一旦海外に流出し(中国国内企業が一般的に英領バージン諸島などで会社を設立する)、その後再び「新設投資(Green Field Investment)」や外資M&A

24) 「外資併購新規規範跨境換股(外資買収新規定がクロスボーダー株式交換を規範し、特殊目的会社が監督される)第一財經日報2006年8月14日。

を通して中国国内に投資し、中国大陸本土の資金が回流する現象のことを指す。これにより中国国内企業は、関税などの税制面やその他の優遇政策を享受できるという大きなメリットがある。

「外資企業」の身分で税収優遇を享受できるか否かは、企業経営にとって重大な影響がある。「偽外資」が流通する大きな原因は、税収、土地、貸付、工商管理等の面において、外資に対する優遇措置が充実していることにある。例えば税収面の税率において、本来、国内企業・外資企業の所得税名義の税率は共に33%であるが、外資に対しては「2免3減²⁵⁾」および地方政府による優遇が受けられる。一般の国内企業の平均税負担が約22%であるのに対し、外資企業の平均税負担はおよそ2分の1の11%程度となっている²⁶⁾。

総体から見れば、「新規定」の最も重要な目的のひとつは、「偽外資」の制度濫用に対する中国政府の厳しい規制である。よって、「偽外資」に関連する条文も少なくない。

まず、第2章「基本制度」の第一条、即ち「新規定」の第9条は、「国内会社、企業または自然人がその海外で合法的に設立した会社あるいは支配している会社を通してその関連する国内会社を買収する場合、その設立する外商投資企業は外商投資企業の待遇を受けないものとする。」と明確に定めている（第9条3項前段）。

ただし、当該海外会社が国内会社の増資を引き受ける場合、または、当該海外会社が買収後設立した企業に増資を行い、その増資額が設立する企業の登録資本金の25%以上の場合は除かれる。本項に述べられる方式に基づき設立した外商投資企業は、企業登録資本におけるその実質的支配人以外の外国投資者の出資比率が25%を上回る場合は、外商投資企業の待遇を受けるものとされている（第9条3項後段）。

また、「新規定」第11条では、「国内会社、企業または自然人が、国外に合法的に設立したまたは支配した会社名義で、当該会社と関係のある国内の会社を買収する場合、商務部の審査承認を受けなければならない。当事者は、外商投資企業による国内投資またはその他の方式で上記の要求を回避してはならない」と明確に定めている。2003年の「買収暫定規定」にはこのような内容はなかった。

7 外国投資者の出資比率

「中外合弁企業法」および「中外合作企業法」では、外商投資企業の登録資本において、外国投資者の出資比率が25%を下回することは認められず、この要件が満たされなければ外商投資企業とは認められないと規定されていた。しかし、外国投資

25) 外資企業に対する優遇措置。企業所得税が、利益獲得年度から2年間免除、3年目から5年目までの3年間は半額となる。

26) 企業所得税を例に検討してみると、比較的通用している統計データによれば、外資企業の平均納税負担は11%~13%であるが、内資企業の平均納税負担は22%~24%で、約2分の1となっている。このように、中国国内では、外資企業と内資企業の間には不平等が存在するため、両税合併の呼び掛けが強くなった。同時に、中国において外資企業が納税を避ける行為に対して、日増しに監督が厳重になった。2004年、中国が既に外資導入の第一大国になったが、外資納税による新たな貢献はゼロである。メディアの報道によると、2004年、外資企業に関連して嫌疑を受けている脱税は、総計300億元あるといわれている。しかし、この回流してきた部分が一体どれだけの割合を占めているかは、容易に把握することができない。海外の研究者の数人は、1992年、偽投資が中国の直接投資額の1/4を占めていたと予測した（「法規公布が「徐工案件」と必然的な関係がなく、実際操作上商務部が多大な自由裁量権をもつ」中華工商時報2006年18日。董晨悦「誤解された外資によるM&Aについての規定」2006年9月22日。<<http://jp.eastday.com/node2/node3/node4/userobject1ai25221.htm>>）。最近では、中国において実際に利用されている外資のうち、およそ3分の1が「偽外資」とであると報道されている（「中国における外資の3割は国内資本」経済参考報2005年8月25日）。

者から25%を下回る出資比率の外商投資企業を設立したいという要望が出され、現実に外資の出資比率が25%を下回る企業も存在していた。しかし、明確な法律規定がなかったため、これまで充分に対応できなかった。

2003年の「買収暫定規定」は、外資利用による国内企業の再編改組と資源最適化を促進するため、外資比率が25%を下回る買収の場合でも、買収された企業を外商投資企業として認めるようにした。2003年の「買収暫定規定」は、主に外資投資比率が25%以上を占めるとする制限を緩和し、かつ「25%以上」と「25%を下回る」の外資企業を区分して、「25%を下回る」外資企業に対して外商投資企業の法律上の地位を明確に与えた。したがって、外資投資比率が25%を下回る外資にも、現行の外商投資企業関連の法律法規が適用されることになった。ただし、25%を下回る外資も外商投資企業の法律上の地位を受けるとはされるものの、税金減免や土地利用などの待遇は享受できないこととなっている²⁷⁾。このように税金減免待遇は享受できないが、外商投資企業になれば、自動的に輸出入の権利を取得することができ、かつ中国企業を買収する合法的な身分を獲得できるので、この規定は、従来の規制に比べ大きな進展があったと評価された²⁸⁾。

このように、「新規定」は、基本的に2003年の「買収暫定規定」の精神をそのまま受け継ぎなが

ら、「25%を下回る外資企業」について外商投資企業の待遇を受けないと明文化した。すなわち、「新規定」は、新たに設立される外国投資企業においては、登録資本における外国投資者の出資比率が25%以上の場合、当該企業は外商投資企業の待遇を受けると規定しながら（第9条1項）、外資比率が25%を下回る場合について、法律・行政法規に別段に規定がある場合を除き、当該企業は外商投資企業の待遇を受けないものとし、外債を借りる際に、非外商投資企業の関連規定に従い処理すると明確に規定した。

また、「新規定」は、審査認可機関は外商投資企業への認可証書（以下「認可証書」という）の中に、「外資比率が25%を下回る」と注記し、また、登記管理機関と外貨管理機関もその外商投資企業の営業許可証と外貨登記証の中に、それぞれ「外資比率が25%を下回る」と注記すると規定した（第9条2項）。これは、「買収暫定規定」と同じである。

なお、「新規定」は、「買収暫定規定」第5条の中の「外国投資者の出資比率が25%を下回る場合、法律、行政法規に別段の規定がある場合を除き、現行の外商投資企業設立の審査認可、登記手続に従って審査認可及び登記を行わなければならない。」を削除したが、25%を下回る場合でも、25%以上の場合と同様、一般的に、「買収後に設立する外商投資企業は、「新規定」に従い審査認可機関の

27) この点については、既に2003年1月1日に施行された「外商投資企業の審査認可、登記、外貨および徴税の管理強化に関する問題についての通知」（対外貿易経済合作部、国家税務総局、国家工商総局、国家外貨管理局が2002年12月30日共同公布）は、「外資出資比率が25%を下回る企業は外商投資企業への設立を申請してはならない」という従来の規定を取り消した。そして、第3条で「外国投資者の出資比率が25%を下回る外国投資企業については、法律、行政法規に別途規定がある場合を除き、その投資総額の範囲内で輸入する自社用設備、物資は税金減免の待遇を享受せず、その他の徴税についても外商投資企業の待遇を享受しないものとする」と規定した。条文と解釈については、森・濱田松本法律事務所翻訳、国際貿易第1580号（2003年2月18日）63頁と石本茂彦・張継文「中国最新法律事情90 中国における外商投資企業の審査認可、登記等の管理強化に関する通知について」国際商事法務31巻2号（2003年）を参照されたい。

28) 郭励弘（國務院發展研究中心）「政府資産管理体制改革與外商併購機遇」金融時報2003年4月7日、王巍（中国社会科学院の全球M&Aセンター）「敏感條款嫌租外資併購新規留下尋租縫隙（敏感條文的粗い気味、外資買収新規定がレンド・シーキングの隙間を残す）」財政時報2003年3月29日参照。

認可を経て、登記管理機関で変更登記または設立登記手続を行わなければならない」という規定が適用される（第6条1項）。

以上は、「新規定」が新たに導入した内容と大幅に「買収暫定規定」を改正した内容を紹介したが、以下は、2003年の「買収暫定規定」とほぼ同じ「新規定」の内容を重点的に紹介する。

8 買収後の対象企業の債権債務の処理

「新規定」によれば、持分（株式）買収の場合には、買収後に設立される外商投資企業が被買収国内会社の債権債務を継承する（第13条1項）。

資産買収の場合には、資産売却側である国内企業が債権債務を継承する（第13条2項）。換言すれば、買収側の外資企業は、被買収国内企業の債権債務を引き継ぐことはない。

外国投資者、被買収国内企業、債権者およびその他の当事者は、被買収国内企業の債権債務の処理に関して別途協議を行うことができる。但し、当該協議は、第三者の利益と社会公共の利益を損なうものであってはならない。債権債務の処理協議書は、審査認可機関に届け出なければならない（第13条3項）。

資産を売却する国内企業は、投資者が審査認可機関に申請書類を届け出る日より少なくとも15日前までに、債権者に通知書を送付するとともに、全国発行の省級以上の新聞に公告を出さなければならない（第13条4項）。「買収暫定規定」では、「当該通知書の受取日または新聞への公告日から10日以内であれば、債権者は、資産売却の企業に対して相応の担保提供を要求する権利を有する

（買収暫定規定第7条4項）」という債権者の利益を保護するための措置が設けられていたが、本規定は、資産買収を構成する資産の規模、判断基準等について明確に規定していないことから、債権者保護手続を必要とする資産買収と外商投資企業による一般的な資産売買取引との線引きが難しく、実務上、（外国投資者として）認可手続を行う必要があるか、（国内企業として）債権者保護手続を行うべきかで混乱が生じることが指摘されていた²⁹⁾。そこで、「新規定」では、このような買収暫定規定第7条第4項を削除した。

9 売却資産の評価

資産評価の問題は、中国における外資 M&A の最大の難問の一つであり、主な障害となっている。中国における資産評価は、国際的に通用している市場価値による評価方法と異なり、通常は帳簿価値による評価方法を採用している。両者による評価額の差異が大きかったため、資産評価の問題が外資 M&A における大きな障害のひとつとなっていた。それを理由に、外国投資者は、国際的に通用している市場価値による評価方法の採用を強く要求してきた。

そこで、「新規定」は、資産評価について、以下のように規定した。すなわち、M&Aの当事者は、買収の対象となる株式または資産について、資産評価機関による評価結果を取引価格算定の根拠としなければならないとした。そして、当事者は、中国国内で法に基づき設立された資産評価機関の選定を協議することができるとも規定された。また、資産評価は、国際的に通用する評価方法を採用しなければならないとされ、著しく評価結果

29) 康石・石本茂彦「中国最新法律事情92 外国投資者による国内企業買収規定の制定について」国際商事法務31巻4号および5号（2003年）、527頁。

を下回る価格で株式譲渡または資産売却を行うことによって、国外への実質的な資本移転となる行為は禁止されるとした（第14条第1項）。これは、M&Aの名目で、国有資産の海外移転を防止するためである。

また、外国投資者による国内企業の買収が国有資産投資により形成された持分の変更または国有資産財産権の移転をもたらす場合は、国有資産管理の関連規定に合致しなければならないとも規定されている（第14条第2項）。

10 中国自然人株主の地位問題

実際のところ、中国国内において自然人が会社法に基づいて設立した会社も多くある。これらの会社は、外資によるM&Aの潜在的な対象となる。

中国自然人株主の合法的な權益を公平に保障し、取引関係と経済秩序の安定を維持し、先進的技術を取り入れ、経営管理のレベルを向上させるため、「新規定」は買収後に設立する外商投資企業における中国自然人の株主地位を条件つきで確認した。すなわち、「新規定」は、買収対象の国内会社の中国人自然人株主が（審査認可機関の）許可を得れば、買収後の外商投資企業においても引き続き株主の地位を維持できるとした（第57条）。

11 審査認可機関の審査認可期限

外国投資者が国内企業を買収して外商投資企業を設立するにあたり、「新規定」に別段の規定が

あるのを除き、審査認可機関は、すべての書類の受領日より30日以内に法によって認可または不認可の決定を下さなければならない。認可する場合、審査認可機関から認可証書が交付される（第25条1項）³⁰⁾。「新設投資」などの他の類型の外商投資方式と異なり、審査期間が45日から30日に短縮された。これは外資によるM&A手続の迅速化の要求の表れでもある。

12 登録資本に基づく投資総額に対する比率制限

「新規定」は「買収暫定規定」と同様、外国投資者が持分の買収を行う場合、国に別段の規定がある場合を除き、買収することにより設立される外商投資企業に対する外国投資者の投資総額に上限を設定する。すなわち、外国投資者の投資総額は、登録資本額に応じ、それぞれ下記の比率でその上限が定められている（第19条）。

登録資本 (ドル)	210万 以下	210万 以上～ 500万	500万 以上～ 1200万	1200万 以上
投資総額 と登録資本 との比率	10:7 (上回っては ならない)	2:1	2.5:1	3:1

これに対し、資産買収の場合は、資産の購入取引価格と実際の生産経営規模に基づき、設立する外商投資企業の投資総額が確定される。設立する外商投資企業の登録資本金と投資総額の比率は、関連規定に適合しなければならないとされる（第20条）。

30) 第25条2項では、以下のように規定している。すなわち、外国投資者が協議によって国内会社の株主の持分を買収するときに、審査認可機関がこれを承認するとした場合、関係認可書類を持分譲渡側の外貨管理機関と国内会社所在地の外貨管理機関にそれぞれ送付しなければならない。持分譲渡側所在地の外貨管理機関は、その持分譲渡外貨回収の外資外貨登記手続を取扱い、かつ関係する証明書を発行する。持分譲渡外貨回収の外資外貨登記証明は、持分譲渡買収対価がすでに外国投資者によって払い込まれたことを証明する有効な書類である。

13 独占禁止の関連規定

(1) 背景

これまでの中国の法律・法規の環境の下では、外資による国内企業への買収はとても困難であった。その理由として、外資による国内企業への買収は国有資産流失や独占形成などの問題があるにもかかわらず、外資による国内企業への買収の申請およびその審査主体³¹⁾などについて明確な規定がなかったことが挙げられる。

中国では、「独占禁止法」はまだ制定されていない³²⁾。そのため、中国はつねにアンチダンピング調査の対象国となるのみならず、外資による国内企業への買収活動に対しても規制ができず、業種によって外資独占の傾向もあるといわれている³³⁾。

このような背景の下で、2003年3月に公布された「買収暫定規定」は第19条、第20条、第21条、第22条（買収規定の第51条、第52条、第53条）において、外資の中国企業買収による自由競争への障害、独占の形成、買収企業の業種における有効競争および審査免除の条件などの問題について規

定を設けた。本規定は、独占禁止法が未制定の状況下で³⁴⁾、外資による中国企業への買収に対する緊急規制措置として注目を集めた。

独占禁止法がまだ公布されていない現状では、このような規定は大きな役割を果たしてきた。たとえば、2003年4月12日に施行して以来、商務部の主導の下で審査した案件は、50件余りあると、商務部条約法律司競争処の担当官へのインタビューによって確認できた³⁵⁾。

そして、2006年8月8日に公布された「新規定」は「買収暫定規定」のその部分の内容をそのまま残しながら、独立とした章を設けた（「第5章独占禁止の審査」第51条、第52条、第53条、第54条）。

なお、待望の「独占禁止法」草案は、2006年6月に全人代常務委員会の第一回目の審議に提出され、第4章の「経営者の集中」において企業合併に対する具体的な規制措置を設けていた。「新規定」が「買収暫定規定」の内容を一章にまとめるだけで、それより詳細な内容を規定しなかったのは³⁶⁾、外資 M&A もゆくゆくは「独占禁止法」に適用されることを見越してのことである。

31) 既に発生した外資買収は、ほぼ地方政府による特別な審査認可であったので、レンド・シーキング (lend seeking) や闇取引などの問題が多発していた。

32) 「独占禁止法」草案は、2006年6月に全人代常務委員会の第一回目の審議に提出されたが、その後審議が難航しているそうである。

33) 北京大学法学部の盛傑民教授が2003年に、コダックによる楽凱フィルム買収事例、マイクロソフトの買収事例などの事例を実証分析しながら、業種によって外資独占の傾向があるとする研究レポート「警惕跨国公司在中国华制限性竞争行为」(中国での多国籍企業の制限的競争行為を警戒しよう)を発表し、「独占禁止法」制定の必要性を呼びかけた。そのほかに、国家工商行政管理総局の公平取引局により、2004年に「在华跨国公司限制竞争行为表现及对策(中国での多国籍企業の競争制限行為の形態と対策)」の研究レポートが発表された(『工商行政管理』2004年5月号)。

34) なお、2003年3月、全人代会議後の中央省庁の機構改革によって設立した「国家発展改革委員会」(元の国家発展計画委員会)が、6月18日にカルテルや不当廉売などを禁じる「価格独占行為防止暫定規定」(第3号省令)を公布した(11月1日から施行)。その規定は、談合による市場価格維持や入札価格の操作、政府による市場価格への不法介入などを規制対象とした。「日本経済新聞」(2003年7月11日8面)でも、「暫定規定の解釈権は政府の国家発展改革委員会に属しており、外資による中国企業への買収や合併、市場でのシェア拡大などが影響を受ける可能性がある。」と報道されている。

35) 2006年9月29日に、商務部条約法律司競争処の外資 M&A に関する独占法上の審査を担当している行政官に面談でインタビューを実施した。

36) 中国人民大学法学院独占法専門家である史際春教授は、「新規定」が独占禁止の問題を独立とした1章を設けて規定するのは中国政府の外資買収の独占問題への重視を表しているが、その具体的な操作性については疑問と不安を抱いていると述べられている。「外国投資者国内企業買収規定に注目」経済参考報2006年8月11日。

(2) 独占禁止の審査

中国の有名な M&A 専門家である全球 M&A 研究センターの王巍氏は、「買収暫定規定の第19条、第20条、第21条（新規定の第51条、第52条、第53条）は「独占禁止法」が採択されていない背景のもとでは過渡的な規則である。これらの条文は、消費者利益と国家経済安全の保護の原則を技術化したものであり、意義が大きい。……このような制限は遅れているが、地方政府の外資誘致における無原則のやり方と市場資源への破壊に対して抑制の効果があり、闇取引を避けることができる³⁷⁾。」と指摘した。

外資買収の数量の制限において、「新規定」は次の四つの基準を設けて、これに該当する場合は、外国投資者に、商務部と国家工商行政管理総局に対しその状況を報告することを義務付けている（第51条1項）。

- ① 買収側当事者の中国市場における当該年度の営業額が15億人民元を超えた場合³⁸⁾。
- ② 一年以内に買収した中国国内関連業種の企業が累計で10社を超えた場合。
- ③ 買収側当事者の中国市場におけるシェアが既に20%に達した場合。
- ④ 買収後、買収側当事者の中国市場に占めるシェアが25%に達する場合。

この四つの基準に達しない場合においても、競争関係にある中国企業、関連職能部門または業界協会からの要請に応じて、買収によって市場シェアが巨大となり、あるいは市場競争または国家産業基盤と国家経済安全に悪影響を及ぼすなど、そ

他の重要な要素があると商務部および国家工商行政管理総局が認めた場合は、外国投資者に報告の義務が課されている（第51条2項）。この買収側当事者には、外国投資者の関連企業も含まれている。（第51条3項）

第52条では、第51条の状況に該当する場合の手續上の規定を設けた。すなわち、「外国投資者による国内企業の買収が、第51条に掲げる状況のいずれかに該当し、商務部および国家工商行政管理総局が過度な集中、正当な競争への妨害、消費者利益への損害の可能性があると認めた場合は、提出すべき全ての書類の受領日より90日以内に、関係部門、機構、企業およびその他の利害関係者を、共同でまたは協議のうえ単独で招集して、公聴会を開催し、かつ認可可否の決定を行わなければならない。」と規定した。

これに対して、「このような規定は今現在全人代常務委員会審議中の『独禁法草案』の規定と一致している。今後國務院に独禁法委員会が設置され大きな政策を制定されるが、具体的な独禁法執行部門は発展改革委員会、工商行政管理総局、商務部により担当することとなる。そのうち商務部が貿易分野の独占行為、マーケットシェアの計算および経営者の集中（企業合併）などの審査について担当する。もちろん企業が商務部の審査結果に対して不満であれば、独占禁止委員会に不服を申し立てることができる。」という見解がある³⁹⁾。

しかし、この条文には不明な点が少なくない。たとえば、公聴会の参加者の招集の具体的なプロセスや公聴会招集の責任負担などについて明確な

37) 王巍（中国社会科学院の全球 M&A センター）「敏感條款嫌租外資併購新規留下尋租縫隙（敏感条文的粗い気味、外資買収新規定がレント・シーキングの隙間を残す）」財政時報2003年3月29日参照。

38) 2001年から2002年までの投資企業に対する対外貿易経済合作部の統計によると、全部で262社の外資投資企業の営業売上高が15億人民元を超えている。たとえば、フォルクスワーゲン、ノキア、デルパソコン、キャノン、P&G、フィリップスなど。「四部門が外資買収規定を公布、多国籍企業が中国の動向を注目する」新聞晨报2003年3月19日。

39) 中国政法大学大学院副院長李曙光教授による発言である。「六部委制定外資買収の新規定（六つの省庁が外資買収の新規定を制定）第一財經日報2006年8月14日参照。

規定がない。外国投資者にとって、手続上の透明性は重要なことである。そのため、外資買収の審査手続は、公開透明でなければならない。今後、法律において、より細かい規定を設けるべきであろう⁴⁰⁾。

(3) 域外適用について

新規定は、国際的な M&A 活動に対して、初めて「域外適用」の原則を導入した。

すなわち、新規定第53条が五つの基準を設けて、その基準に該当する場合は、国外買収当事者に、買収案を公表する前に、または、所在国の主管機関に申請を提出すると同時に、中国政府の商務部と国家工商行政管理総局へその買収案を提出しなければならないと要求した。商務部と国家工商行政管理総局は、中国国内市場において過度な集中、正当な競争への妨害、消費者利益への損害などの状況があるか否かについて審査し、同意するか否かを決定する（第53条）。

- ① 国外買収側当事者が中国国内において30億人民元以上の資産を保有する場合。
- ② 国外買収側当事者の中国市場における当該年度の営業額が15億人民元以上の場合。
- ③ 国外買収側当事者およびその関連企業の中国市場におけるシェアが既に20%に達した場合。
- ④ 国外買収によって、国外買収側当事者およびその関連企業の中国における市場シェアが25%に達する場合。
- ⑤ 国外買収によって、国外買収側当事者が直接または間接的に持分参入した国内関連業種の外資買収企業が15社を超える場合。

(4) 審査免除の申請

以上の考察で、新規定第51条、第52条、第53条により、中国政府は、中国国内の外資買収と国際的な M&A に対して、独占禁止の視点から厳しく規制を設けている。一方、中国政府は外資導入を促進するために、第53条で審査免除の申請を外国投資者に与えた。

すなわち、外資買収が、①市場における公平な競争環境の改善、②欠損企業の再編・雇用の保障、③先進的技術と管理人材の導入および企業の国際的競争力の向上、④環境への改善という四つの条件を満たせば、外国投資者は、中国政府の商務部と国家工商行政管理総局へ審査の免除を申請することができる。

本条は中国政府の大規模な外資導入への奨励措置であるが、この四つの審査免除の条件がやや漠然としているため、ほとんどの外資買収がこの条件に応じて審査の免除を申請することができる。この免除措置の実際の執行は、審査担当者の主観的な判断に任せるしかなく、人為的なコントロールとなりがちである。この点、「人為的な主観要素が多すぎると、闇取引を発生させ、レンド・シーキング (lend seeking) をもたらす可能性が高い。第22条（新規定第53条）における審査免除の四つの状況については更に検討すべきである。」⁴¹⁾と指摘されている。筆者も、より具体的な基準を設けるべきと考える。

14 投資性会社への適用

外国投資者が中国国内において合法的に設立した投資性会社は、国外投資者と同様に投資活動を

40) 王巍（中国社会科学院の全球 M&A センター）「敏感條款嫌粗外資併購新規留下尋租縫隙（敏感条文的粗い気味、外資買収新規定がレンド・シーキングの隙間を残す）」財政時報2003年3月29日参照。

41) 王巍（中国社会科学院の全球 M&A センター）「敏感條款嫌粗外資併購新規留下尋租縫隙（敏感条文的粗い気味、外資買収新規定がレンド・シーキングの隙間を残す）」財政時報2003年3月29日参照。

展開すると認識されているため、投資性会社による国内企業への買収についても、新規定は適用される（第55条1項）。

また、外国投資者が国内の外商投資企業の持分を買収する場合、または、国内の外商投資企業の増資を受け入れる場合は、現行の外商投資企業に関する法律、行政法規、および、外商投資企業の投資者の持分変更に関する関連規定が適用される。これらに規定がない場合は、新規定を参照して処理される（第55条2項）。

以上の第55条の内容は、2003年の買収暫定規定にもあったが、2006年の買収新規定はさらに二つの場合を追加した。すなわち、「外国投資者が中国で設立した外商投資企業を通して国内企業への合併または買収を行う場合は、外商投資企業の合併と分割の関連規定、および、外商投資企業の国内投資の関連規定を適用する。これらに規定がない場合は、本規定を参照して処理する（第55条3項）」。

また、「外国投資者が国内の有限会社を買収し株式会社に組織転換する場合、または国内会社が株式会社である場合は、外商投資株式会社を設立する関連規定を適用する。これらに規定がない場合は、本規定を参照して処理する（第55条4項）」と規定した。

新規定は、外国投資者の国内企業への買収活動は、中国の法律、行政法規と部門規則を遵守し、公平合理、同価格有償、誠実信用の原則に従い、過度集中、競争への制限・排除をもたらしてはならないとする。また、社会経済秩序への破壊や社会公共利益への損害を与えてはならないとする。

15 新規定の意義

最後に、新規定の制定が中国と諸外国にとってどのような意義があるか分析してみたい。

第一に、中国にとって、2005年後半から外資導入成長率のステップが緩んでいる現状では、新規定が株式交換による外資買収を含む新たなM&A手法を整備したことにより、これまでの外資導入の実績が維持されながら、一層の外資導入の実現が期待されるであろう。

また、これまで、外資M&Aの主な対象が国有企業であり、外資M&Aは、国有企業改革に新たな契機を与え、これを大いに促進してきた。外資による国有企業へのM&Aは、実際上、外資企業と国有企業との間の財産権取引である。このような取引は、国有資産の再編をもたらし、企業制度、特に国有財産権制度の改革をもたらす。

今後、持分譲受型の買収にしても新株引受型の買収にしても、外資が直接に上場会社の非流通株を譲り受けることにより、大株主や戦略投資者となることが予想される。外資が大株主や戦略投資者となることにより、中国上場会社の資産再編が有効なものとなり、上場会社のコーポレート・ガバナンスが改善することが期待される⁴²⁾。

第二に、外国投資者にとって、「新規定」の公布により、審査認可などの手続が複雑で利用上不便ではあるものの、自国企業の中国への投資活動において、株式交換による外資買収という国際的に通用しているクロス・ボーダーM&Aの手法を得て、より高いレベルで、かつ、より広範に、中国への投資活動・国際企業活動を展開することができるであろう。

42) 「新規定」第6条2項は、買収される企業が国内の上場会社である場合、「外国投資者による上場会社の戦略投資の管理規則」に従い、国务院証券監督管理機構で関係手続を行わなければならないと規定している。中国証監会は、国資委とともに「新規定」の新しい共同制定機関として誕生した。

この「新規定」、2002年10月および11月の第16回党大会前後に制定された外資 M&A 関連法規、2005年10月の新会社法・新証券法、ならびに、2006年8月の新「上場会社買収管理規則」の公布によって、今後外資による中国企業への M&A が本格的に展開する時期が到来するであろう。

16 外資にとっての法的リスク

しかし、中国の外資 M&A 法制は依然として発展段階にあり、法制度の不備や改善すべきところは少なくない。以下、実務運用面における外資にとっての法的リスクを分析してみたい。

(1) 規定の曖昧さと不確定性による法的リスク

新規定第12条1項に述べられる「重点業種」、「著名商標」、「中華老舗ブランド」、「国家経済安全」などの概念は非常に曖昧な概念であり、買収当事者、地方政府、中央政府(商務部など)の間で本条に対する理解が分かれている。審査担当をしている商務部の役人に大きな裁量権が与えられ、レンド・シーキング (lend seeking) をもたらす可能性が高く、そのため買収当事者にとっては買収コストが増加し、買収の非効率性の問題が発生する。

同様に、新規定第12条2項では、当事者が審査申立をしない場合、買収行動による国家経済安全への影響を打ち消すために、商務部には、成立した買収活動への「事後取消」の権限が明確に与えられているが、商務部の審査手続や審査範囲などの規定はない。また、買収当事者には、行政不服申立手続や司法救済の手続などの規定が設けられ

ていないため、買収当事者は相当の法的リスクを負ってしまう。

中国においても、アメリカ法のように、商務部の審査手続や審査範囲などを明確に定めるべきであろう⁴³⁾。

(2) 審査認可手続の複雑さ

「新規定」の中に、株式交換による外資買収を認め、しかも審査認可手続および審査期間などを詳細に規定したが、実際にこの規定を利用する際には、多数の政府機関と折衝し、かつ、非常に複雑な審査認可手続を経なければならない。これでは、手続の迅速さと買収過程の効率さを求めている企業買収(とくにクロスボーダー M&A)にとって大きな障害となる。今後実務では、政府の審査認可機関が、買収当事者の企業や専門顧問(買収顧問、法律事務所など)より、「新規定」の運用について積極的に意見を求めながら、スムーズに案件を進められるように慎重な工夫が求められるであろう。

また、外資買収に関する審査認可の政府部門も増えたので、「新規定」の順調な運用と外資導入の促進のためにも、中国の審査認可の政府部門間でも協力・調整する必要があると思われる。

従来、SPC を利用した間接的な国外上場という「レッドチップ・モデル」の利用は、外貨管理機関の審査認可しか必要なかったが、「新規定」により商務部と証監会の認可も必要となる。このような突如行われた制度変更は、実務界に困惑と混乱をもたらしているという意見がある。とくにキャピタルゲインを獲得するために国外上場を狙う外資系のベンチャーキャピタルにとっては、こ

43) アメリカには、「国家安全法」や EXON-FLORIO 修正案などがある。このアメリカの外資買収に対する国家安全審査の法律は、主に1988年に日本企業がアメリカ企業を買収する風潮の中で制定されたものである。それらの法律には、国家安全に対する外資買収の影響を審査する手続や範囲などが規定されていて、外国投資者を含む M&A 当事者は明確な法的根拠に基づき行動することができる。

のような法制度の変更と政策変動は、打撃を受けるに違いない⁴⁴⁾。

また、法制度と法運用とのギャップ、地方政府と中央政府の法運用および政策上の不一致などの問題も残されている。外国投資者にとって、地方政府の外資に対する積極的な態勢と柔軟な対応は喜ばしいことであるが⁴⁵⁾、このままでは法制度と政策上の不安定さが伴うため、外資にとって長期的な利益にはならないのである。

「新規定」にはまだ欠陥や問題点が数多くあるが、全体的には、「買収暫定規定」より大いに進歩し、中国政府の外資促進政策の新たな一頁を開いたと評価できるであろう。短期的には、外国投資者の投資控えなどの行動が見られるだろうが、中国の外資 M&A 法制がいっそう整備されたため、長期的には有効な結果になるであろうという見解が多い⁴⁶⁾。

44) 「外資買収新規定の『変遷』と国家経済安全」中国経営報2006年08月26日。

45) 地方政府の指導者は、外資導入が自らの大きな業績のひとつになるため、外資買収を何としても成功させるために、中央政府の制度や政策を無にするか、これを潜脱する方法で、外資に対しさまざまな有利な政策を与えているという。

46) 伍雄志，蘇文俊「外資併購新規対外資風險投資的影響（ベンチャーキャピタルに対する外資 M&A 新規定の影響）」China Venture, 2006年8月15日などを参照。