

(月刊 国際法務戦略 連載)

## 中国ビジネス・ローの最新実務 Q & A

### 第32回

#### 中国の株式市場における問題(その2)

黒田法律事務所 黒田健二・萱野 純子

Kenji Kuroda, Sumiko Kayano / Kuroda Law Offices

前回到引き続き、今回も中国の株式市場に関する法的問題を取り上げることにする。

## 二 合弁会社の株式市場への上場

### 1. 合弁会社の株式市場への上場の可否

Q. 日本法人A社と中国法人B社の合弁会社であるC社は設立後5年が経過し、製品の生産及び販売も軌道にのってきたため、最近2年間は利益を計上できるまでに業績が伸びています。そこで、A社は、人民元により調達された資金を設備投資して、生産規模をさらに拡大するとともに、中国においてA社のブランドを確立するため、C社を中国のA株市場に上場させることを考えていますが、C社はA株市場に上場できるのでしょうか。

A. 合弁会社は、従来、中国の株式市場に上場する道が閉ざされていましたが、WTO加盟の影響により合弁会社の上場に関する法令が整備された結果、合弁会社も中国の株式市場に上場することができるようになりました。ただ、現実には中国の株式市場に上場した合弁会社はまだありません。

#### (1) 外商投資企業による(A株)上場の目的及び従来の阻害要因

中国における外商投資企業の中には、財務負担が低い資金調達を求めて、中国市場への上場を目指している企業もある。これらの企業は、特にA株市場への上場を目指していることが多いが、その理由としては、①人民元により資金を調達するため、為替リスクを減少させることができること、②中国最大の市場であるA株式市場に上場することにより中国国内においてブランドを確立できることなどが挙げられる。

しかし、従来は、主に次のような理由により、外商投資企業は、中国の株式市場に上場できな

かった。

#### ①法規の未整備

中国法上、外商投資企業の上場を制限する法規は特に存在しない。しかし、上場に関する基本事項を定める中国の公司法が対象としている会社は中国国内法人であるため、外商投資企業には明らかに適用されない規定が存在し(例えば、公司法75条「株式会社を設立するためには、5名以上の発起人がいなければならない、そのうち、過半数の発起人は中国国内において住所を有していなければならない」等)、外商投資企業が公司法の規定を参照して株式市場に上場することは困難であった。

#### ②中国国内の懸念

中国における国内貯蓄が増加傾向にあるため、これを株式市場へ取り込むよう、さまざまな努力がなされているが、その一方で、外商投資企業の株式市場への上場を認めてしまうと、国内貯蓄が外商投資企業に投資され、結局、国外へ流出し、その結果、国際収支バランス、外貨準備高にも影響が出るのではないか、という懸念がある。

### (2) 変則的方法による外商投資企業の上場

上述のように、合弁会社は、中国資本の会社と同様の方法によっては中国の株式市場に上場できないが、例外的に、合弁会社の変則的な方法により中国の株式市場に参入しているケースがあり、事実上、外国資本を背景とする上場会社はA株市場においても数社ある。

#### 〈ケース1〉

A株及びB株いずれも発行する上場会社が発行したB株の大部分をアメリカ法人が購入し、当該アメリカ法人が有する株式が総株式の25%を超えた。その後、当該上場会社が正式に外商投資株式有限公司になったため、結果的に、A株、B株いずれも発行する外商投資株式有限公司となった。

#### 〈ケース2〉

フランス法人が香港法人2社を通じて、合計約42%の株式を有し、實際上、絶対的コントロールの権限を有するにいたっている。

### (3) WTO加盟の影響

中国のWTO加盟への動きが加速する中で、①外商投資企業にも国民待遇を与える必要性、及び②外商投資企業の上場は国内株式市場の質を高め、長期発展にとっては好ましいとの判断

から、外商投資企業の上場についても開放する方向性が見えてきた。

そして、1999年8月、「現在さらに外商投資を奨励する意見に関する外経貿部等の部門に対し転送する国務院弁公庁の通知」によって、一定の条件を満たす外商投資企業はA株またはB株の発行を申請できると規定され、外商投資企業がA株市場へ上場することもできることが明確になった。さらに、2001年5月には、「外商投資株式会社の関連問題に関する通知」（以下、「関連通知」という）、2001年11月8日には、「上場会社が外商投資に波及することに関する関連問題の若干意見」（以下、「若干意見」という）が公布されたほか、2002年3月19日には、証券を公開発行する会社の情報開示申請規則第17号として、「外商投資株式有限公司の株式募集説明書の内容及び書式の特別規定」も公布され、外商投資企業の上場に向けて法整備がすすめられている。すでにユニリーバ、東亜銀行の現地法人を初めとする合弁会社12社が中国証券監督管理委員会に上場申請をしており、近い将来、中国の株式市場に上場する合弁会社が登場する見通しである。

## 2. 合弁会社の株式市場への上場手続

Q. 合弁会社C社の中国株式市場への上場にあたって、どのような手続が必要でしょうか。

A. 合弁会社を上場させるためには、合弁会社が有限会社である場合、株式制への組織変更が必要となります。その他、年度検査への合格、外国側当事者及び中国側当事者の持株比率など、法定の要件を満たしていれば、発行を引き受ける資格のある主な証券会社による上場の指導を受け、対外貿易経済合作部の同意を経て、証券監督管理委員会の監督のもと、株式市場に上場することとなります。

合弁会社を上場させるために必要な手続は次の通りである。しかし、当該手続に関する法令は整備中であり、今後、新たな手続が必要とされる可能性があることに注意が必要である。

### ①株式制への変更(関連通知1条、若干意見1条)

合弁会社は、有限会社として設立されることが多いため、株式市場へ上場するためには、「外国投資家投資株式有限公司の設立に係る若干の問題に関する暫定施行規定」(1995年1月10日施行)15条ないし17条に定める手続に従って、株式有限会社に組織変更することが必要となる。

### ②上場の要件(若干意見2条)

株式制への組織変更の他、外商投資株式会社が上場するためには、外商投資産業政策及び株式の上場・発行に関する要求、並びに公司法等の法律、法規及び中国証券監督管理委員会の

関連規定に従うほか、以下の要件も満たしていなければならない。

- ・上場を申請する前の3年間、外商投資企業の年度検査に全て合格していること。
- ・経営範囲が「外商投資方針指導暫定規定」及び「外商投資産業指導目録」の要求と一致すること
- ・株式を上場・発行した後、株式資本総額の占める外資株の比率が10%を下回らないこと。
- ・規定によって中国側企業が支配権(相対的な支配権を含む)を持つ必要があり、又は中国側企業の持株比率について特別な規定がある外商投資株式有限公司は、上場した後、関連規定に従って中国側企業の支配的地位又は持株比率を維持すること。

### ③上場の指導(「株式発行、上場指導業務に関する暫定弁法」2条)

さらに、外商投資株式会社が上場するためには、証券監督管理委員会に株券の発行申請を提出する前に、発行を引き受ける資格を有する主な証券会社により1年間の指導を受けなければならない。

### ④審査許可(関連通知1条、若干意見1条)

外商投資株式会社が上場するためには、対外貿易経済合作部の同意が必要となる。本来、株式市場への上場については、証券監督管理委員会が監督するはずであるが、関連通知及び若干意見には、特に証券監督管理委員会の監督権限と対外貿易経済合作部の同意との関係については特に規定されておらず、明らかではない。

## 3. 中国の証券会社

Q. 合弁会社C社は中国のA株市場への上場にあたり、中国資本の証券会社D社による指導を受けることを考えています。C社が確認する限り、D社には特に問題がないように見えますが、中国の証券会社には一般的にどのような問題点があるのでしょうか。その問題点について何か法的に対策がとられているのでしょうか。

A. 中国資本の証券会社には、内部的コントロール、リスク管理等、中国国内会社に特有の問題の他、インサイダー取引、市場操作等の違法行為も多くあります。中国資本の証券会社に対する証券監督管理委員会及び財政部による監督の強化といった対策が講じられていますが、中国のWTO加盟により、従来認められていなかった合弁証券会社の設立が認められていますので、このような合弁証券会社の参入により、証券会社間の競争が激化し、中国資本の証券会社は今後早急に問題を解決する事を迫られます。

#### (1) 中国資本による証券会社

中国資本の証券会社は、内部的コントロール、リスク管理について、上場企業と同様の問題（前号67-68ページ参照＝編注：ここでのページ番号は掲載雑誌のもの＝）を抱えているほか、法的根拠なくして株式取引のために大量の資金を募集し、当該資金についてどの政府機関からも監督を受けないというインサイダー取引、市場操作等の違法行為を行っている等、多くの問題がある。

これに対し、証券監督管理委員会及び財政部は、証券法の改正に加え、財務制度、年度報告、会計制度、検査制度、内部コントロール制度等について、特に証券会社を対象とした法規を公布しており、証券会社に対する監督を強化している。

#### (2) 外国資本による証券会社

従来、中国には、直接、株式を取引する資格を有する外国資本の証券会社が存在しなかった。すなわち、外資による証券会社の設立は、「外商投資産業指導目録」において制限類に指定され、投資の制限を受けているが、現実として、外国企業は中国において駐在員事務所を設けることができるのみで、単独でも中国企業との合弁でも証券取引業務を行うことはできなかった。しかし、中国のWTO加盟により証券分野開放の方向性が示された上、2002年6月1日には、「外資参入証券会社設立規則」が公布され、同年7月1日から外資証券会社が中国証券会社と合同で中外合弁証券会社を設立すること及び当該合弁証券会社が国内での証券業務を行えることが認められた。当該規則によれば、外資の出資比率は3分の1を超えてはならず、また登録資本も最低5億人民元が必要であるなど、まだまだ背減もあるが、すでに、フランス及びイギリスの数社が証券合弁会社の設立を予定しており、これらの証券合弁会社が参入することで、証券会社間の競争が激化し、中国資本の証券会社は今後早急に問題を解決することを迫られるであろう。