

## 中国企業によるM&A（合併・買収）の際に係る問題点

環日本海経済交流センター 貿易投資アドバイザー 姜 姍

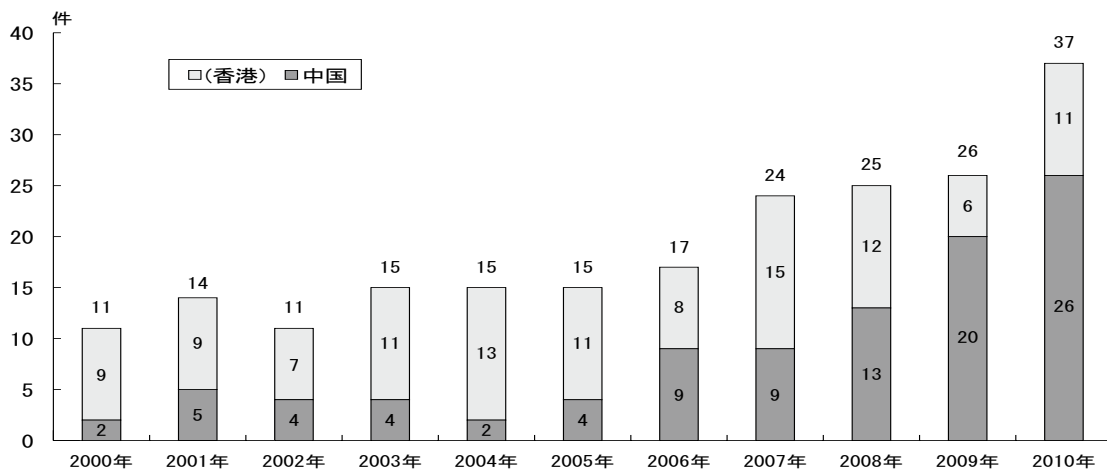
### はじめに

近年、中国企業は、“走出去（読み方：ゾーチューチュイ）”<sup>1</sup>の戦略の下で、中国企業は海外プラットフォームの構築によりグローバル化の実現に向けて、積極的に海外へ進出している。2009年のM&A<sup>2</sup>の実績は300～350億ドルに達し、2008年に比べ2倍増となっている。そして、2012年1月から4月までの海外へのM&Aは72.8%増の232億ドルに急拡大している。対日本企業のM&Aも加速している（下表参照）。日本のメディアは、中国企業による日本企業の買収を「国際M&Aに中国旋風」<sup>3</sup>といている。2010年10月、国務院は「戦略的新興産業の育成・発展加速に関する決定」<sup>4</sup>を発表した。これは、省エネ・環境保

護、次世代情報技術、バイオ産業、ハイエンド設備製造、新エネルギー、新材料、新エネルギー自動車の新興七大産業においては、今後20年間をかけて、産業構造のアップグレードを果たし、世界トップレベルに引き上げるという方針である。

しかし、過去に東証に上場した「アジア・メディア」が私的流用に加え、粉飾の疑いで、トップの犯罪を発端に、株式上場から1年5カ月で上場廃止となる異常なケース、また、「中国人寿保険会社」が東証退場したことなどが発生し、大きな資金力を持つ中国企業が日本で行ったM&Aに、多くの日本企業は危機感を募らせている。信義則、法令遵守を前提とするCSR（Corporate Social Responsibility企業の社会的責任）やSRI

中国企業の対日M&A件数の推移



資料：(株)レコフデータ

<sup>1</sup> 中国企業のグローバル化の実現を目的とする海外進出のことをいう。その具体的な内容としては、①対外投資、②製品・技術の輸出、③労務輸出や工事請負等がある。

<sup>2</sup> M&Aとは、Mergers and Acquisitions（合併と買収）の頭文字をとったもので、一般的に、企業の合併・買収と訳される。M&Aを企業の既存経営資源の活用を目的に、経営権を移転し、又は経営に参加する取引と定義している。

<sup>3</sup> 日本経済新聞2004年12月9日関連記事。この記事において、上海電気グループがアメリカ企業と共同出資して秋山印刷を、三九企業グループが富山県の製薬企業を、江蘇省の民間企業が日本の製鉄工場を買収したことを取り上げた。

<sup>4</sup> 人民網日本語版2010年10月19日関連記事を参考。

(Socially Responsible Investment社会的責任投資)を求める時代において、中国企業が“走出去”の際に、係る問題が多々あるかと思われる。本稿は、近年、中国の対外投資は企業買収を中心として進められている現状に着目し、中国企業によるM&Aの際の難関とも言われる「企業の信用」<sup>5</sup>問題について取り上げ、また中国企業による富山県製薬企業を含む買収事例を紹介し、県内企業のグローバルビジネス展開に寄与したい。

## 一、「企業の信用」に係る法体系

### 1、法体系

中国において、「企業の信用」を規範する法律は主に、民法通則、会社法、証券法、契約法、不正競争防止法、手形法、及び入札と応札法等に定められている。その具体的な内容は、下記のようなものである。

法律	企業の信用評価に係る部分	主な内容
民法通則	総則等	民事活動においては誠実・信用の原則を守らなければならないと定め、「信義則」は帝王原則として取り入れられている。
会社法	総則、資本、企業組織等	会社の設立、資本勘定、株主大会、董事会、監事会、上場企業の独立董事（取締役）等の組織機構の設置及び職権範囲について規定を置かれている。
証券法	総則、証券の発行、証券の取引等	証券の発行、証券の取引、情報開示等における関連行為。公開有価証券発行に関する審査確認制度を定めている。
契約法	総則	契約の締結、効力、履行、権利義務の消滅、違約責任を定められている。例えば、当事者は契約の性質、目的及び商慣習に従い、義務を履行しなければならない。
不正競争防止法	総則	基本原則として、自由意思、平等、公平及び信義則に従い、公の商道徳を守らなければならない、他の事業者の合法的な権益を損ない、社会経済の秩序を乱す行為を禁止すると定めている。

手形法	総則	手形の振出し、取得、又は譲渡において、誠実・信用の原則を守らなければならないと定めている。
入札と応札法	総則	入札又は応札において、公開・公平・公正、及び誠実・信用の原則を守らなければならないと定めている。

この他に、中国人民銀行の「証券会社短期間融資券信用格付関連事項の通知」、「混合資本債管理方法」、「中国人民銀行信用格付管理指導意見」、及び証券監督管理委員会の「証券市場資格付業務管理暫定方法」、並びに国務院の「企業債券管理条例」などがある。

### 2、現行法体系の欠陥分析

上記のように、企業の信用評価に関する内容は、一連の法律の中に散見されるが、有効的な法体系は形成されていない。実務において、債券関連または融資企業を評価対象とするものだけで、企業または金融機構に対するものは少なく、実用性は乏しい。民商法において、誠実・信用の原則を定めているが、違反に対する法的責任等の規定はほとんどない。これが企業の不祥事を招いた原因であろう。

伝統的に、中国は農業国家であり、「信用」については、一種の社会観念として存在し、「道徳」によって規範される。市場経済体制発育の不完全、それに計画経済の影響で、一般的に企業の商業上の信用意識が薄く、社会全体の信用意識欠如にもつながっていると思われる。また、法的責任における定めが不足しているため、法を守るか否かは、処罰を受け、支払うコストに大きく関わる。

企業の社会的責任を問われる時代になっているにもかかわらず、コンプライアンスが徹底されず、法律の不遵守という事態もしばしば発生する。また、厳しい法執行がなされていないことから、企業はたびたび違法行為に及んでしまう

<sup>5</sup> 「企業の信用」とは、投資情報の一つとして、企業の資本金、事業内容、財務状況、業績推移、生産・受注状況、売上、監査関連、株主構成、労務上状況、契約情報等に基づき、その企業の「債務の履行能力」を示すものである。

こととなる。ある統計<sup>6</sup>によると、統計期間中に、度重なる不祥事に処罰を受けた上場企業の数はいくつか少ない。

現在、行政と裁判所は法律執行の役割を担い、地方裁判所の人事任免等は行政機関の権限範囲にあり、司法に関与できる行政府と企業は密接な利益関係にあるため、厳格な意味での法執行が実現できない状況にある。

## 二、「企業の信用」に係る問題点

### 1、データバンクの未整備

日本では、企業ビジネスをサポートする信用調査会社として、100年以上の歴史を有する帝国データバンクのほか、東京商工リサーチ企業情報、及び日経会社プロフィールが企業情報データベース（企業の事業内容、事業規模、事業形態、資本状況、業績、決算、評点、評価、ランキング情報、役員情報、株主情報など）を保有し、企業信用調査、マーケティング、取引先状況の把握や与信管理の業務効率化を提案し、倒産情報や独自調査レポート、分析データも公開している。これに対して、中国のデータバンクの数は多いが、権威的であり、市場経済体制に適応した全国規模の商業データバンクは存在しておらず、信用情報システムはいまだ構築されていない。それは、一般企業は信用調査を行って、リスクを回避しようとする意識が薄く、企業自身も「データ」登録に対して協力的ではない。また、政府部門においては、統計、一般情報開示の不完全、情報開示手段の立ち遅れ等から、企業に関する信用情報システムが整備されていない。ある学者は、これからの市場参入の条件として、企業は信用記録を作成すべきであり、作成しなければ、営業許可の取り消しという罰則を付けて、一定期間内に専門機関において信用記録を作成し、新設の会社はその設立時点から行う、という提案をしている<sup>7</sup>。

### 2、評価機関の独立性の欠如

現在、格付機関は人民銀行の地方支店により組織されることが多く、人事、資金、管理等において銀行に頼り、独立性がなく、公平かつ中立的な評価を行うことが非常に難しい。格付実務において、信用格付委員会の委員に地方官僚になることが多く、地方政府機関との関係が密接であり、独立性がなく、権威性に乏しい。また、体質的な問題で、企業が債券を発行する際、政府がそれを内定し、格付機関は地方の銀行支店に属することから、信用格付の信憑性に欠けるということもある。

### 3、格付基準と格付方法に起因する問題

1980年代後半、中国の銀行（人民銀行）は証券信用及び企業信用を格付する非独立機関を設立するようになった。格付機関は、発行母体からの依頼を受け、会社管理層とのミーティング、財務分析、業界分析等を行い、企業または金融商品などの信用力のある一定の基準に従い、簡単な記号や数字を用いて評価を行う。投資家は、この信用格付を参考に投資を行うことができる。現在は、銀行から独立した上海遠東資信評価会社、中誠信国際資信評価有限公司、大公国際資信評価有限公司、新世紀資信評価有限公司が業界において支配的地位を有する。

信用格付業界において、中誠信国際資信評価有限公司一社だけは2007年4月に、フィッチやムーディーズの評価システムを取り入れ、四つの業種に対する評価方法及び評価基準を公開した。現段階では、すでに二十の業種までの評価方法と評価基準を完成した。一般的に、現在、統一的な業務規範や格付基準が存在しておらず、格付方法もまちまちであり、その結果については、客観性、公平性、正確性に欠けているだけでなく、場合によって、格付結果の良し悪しは発行母体の状況や

<sup>6</sup> 陳国進、趙向琴、林輝 《上市公司違法違規処罰和投資者利益保護効果》（「上場企業違法処罰と投資者利益保護効果」）《財經研究》2005年第8期を参照。

<sup>7</sup> 黎四奇 《对我国信用制度法制化关键性问题分析与建议》（「我が国の信用制度法制化重要問題についての分析と提案」）《河北法学》2006年第5期を参照。



# 中国企業によるM&A（合併・買収）の際に係る問題点

事実によるものではなく、支払う費用の多寡によって決められることもある。ある学者はこのように評価している<sup>8</sup>。規範的な信用格付機関が存在しない限り、健全な信用格付制度を作ることができない。

## 4、複数部門による監督管理

信用格付機関を管理する部門として、人民銀行徴信（信用調査）管理局、証券監督管理委員会、銀行業監督委員会、及び国家発展改革委員会等がある。具体的には、銀行業監督委員会は金融、銀行債券等について、発展改革委員会は企業債等について監督管理の職責を果たしている。それぞれの管理機関は独自の評価基準を有していることから、また、部門毎に閉鎖的な存在となっており、全国的で、統一的な情報信用システムの構築がなかなかできない。

## 三、事例紹介

### 1、三九グループによる東亜製薬の買収案<sup>9</sup>

富山県に本社のある東亜製薬は、医薬品（漢方薬）などの製造販売会社として、昭和17年、配置薬メーカーの共同出資により設立された（株主の多くも配置薬業者）。平成15年頃、七代目社長は、配置薬業界と会社の将来に強い危機感を持っていた。縮小する市場に後継者不足という業界が抱える問題とともに、十年程売り上げが伸びず、改正薬事法が求める設備や人員の投資も満足にできていなかったことから、廃業も時間の問題と考

えていた時に、中国の三九企業グループ<sup>10</sup>からの買収話があった。三九側は東亜製薬の生薬技術を高く評価し、配置薬の継続と雇用確保などを約束した。

「赤字でもないのに、なぜだ」、「配置薬を捨てる気か」、「どうして中国の企業なんかに…」、同年9月に東亜製薬本社で開かれた臨時株主総会において、経営陣が切り出した買収提案に対し、株主の不満は爆発した。社長は株主一人一人に「会社が生きるか、死ぬかだ」と粘り強く訴え、「こんな話、もう二度とない」という声も届かず、買収提案が否決された。しかし、その一カ月後の定時株主総会で、買収提案は賛成多数で可決され、東亜製薬は平成15年10月、三九企業グループに買収され、子会社として存続するようになった。

2007年、多角化により経営が悪化した三九企業グループが香港の華潤集団に買収<sup>11</sup>され東亜製薬は株式会社三九製薬に社名変更となったが、配置薬をはじめとする一般用医薬品の製造販売をしている。現在、配置薬の割合は減ったが、三九ブランドの漢方薬や生薬由来のサプリメント（健康補助食品）の製造が増え、配置市場のみならず、薬局や国内のドラッグストアなどにも進出し、販売を伸ばしている。

### 2、蘇寧電気グループによるラオックスの買収案<sup>12</sup>

2009年6月、日本の上場会社に対する中国企業による初の買収案として、蘇寧電気<sup>13</sup>によるラオ

<sup>8</sup> 袁敏 「アメリカ評価（格付）業界の監督管理発展動向及び評論」《証券市場導報》2008年第1期。

<sup>9</sup> 本買収案は、北日本新聞ホームページ2009年11月24日記事「越中流 第1部先用後利はいま 13.生き残り『こんな話二度とない』中国企業傘下で再生」及び「人民網」2007年3月20日記事「薬品大手の三九集団を再編へ 華潤集団が出資」の内容により整理したものである。

<sup>10</sup> 三九企業グループは国有資産管理委員会の管轄下にある国有の大型医薬品企業で、上場企業の三九医薬やGMP認証（医薬品等の品質管理基準）を取得した医薬品製造企業を傘下に多数擁する。製品は漢方医薬・西洋医薬を合わせて約千種類に上り、中国全国をカバーする販売ネットワークをもつ。

<sup>11</sup> 2003年末、三九企業グループは債務超過に陥り、深刻な信用危機および債務危機に陥った。2004年7月には国务院国有資産監督管理委員会の認可を受けて債務再編をスタートし、投票・審査に基づき、華潤集団を戦略投資家として選出し、三九企業集団に対する資本再編を実施することとなった。「人民網」2007年3月20日「薬品大手の三九集団を再編へ 華潤集団が出資」記事を参考。

<sup>12</sup> 中国網（チャイナネット）2009年6月25日「蘇寧電気、ラオックスを買収」、2010年8月22日「蘇寧電器のラオックス買収 目的は管理モデルの学習」及び日本経済新聞ホームページ2011年12月31日「ラオックス、中国1号店を開店 家電の日本ブランド品売り込み」記事を参考

<sup>13</sup> 2013年2月19日、社名を「蘇寧電器連鎖集団」から、「蘇寧運商集団」に変更する方針を発表した。

ックスへの買収が話題を呼んだ。

ラオックスは、創業70年以上の歴史を有し、電気器具の行商から始まり、その後、オーディオ機器及びパソコン関連の業績を伸ばし、最盛期には、関東近郊を始め、東北地方、信越地方にも地場量販店との業務提携や子会社化を通じて店舗網を拡大した。2000年代初頭には大手家電量販のひとつに数えられていたが、2009年時点では、店舗の閉鎖等破産の危機に瀕していた。一方、民营企业とする蘇寧電気（そねいでんき）は1996年、南京市にエアコンの販売店として創業し、2004年7月に創立から史上最短で深圳証券取引所において上場した中国の家電小売販売会社である。

2009年6月、蘇寧電気は在日華人とのコミュニケーションを通じラオックスと合意し、8億円で経営再建中のラオックスが増発する6667万株を引き受け、ラオックスの筆頭株主となった。その後、蘇寧電気はさらに、ラオックスの新株予約権の行使や、第三者割当増資の引き受け等、数回の追加投資を経て、2011年にラオックスの普通株51%を保有し、支配株主となった。

買収当初、8年連続の最終赤字で店舗閉鎖を繰り返しているラオックスへの出資により何を得られるのかと買収の目的を疑問視する声もあったが、蘇寧電気は日本式管理モデルとサービスについて学び、中国にもたらそうと考えた。中国の家電小売店が経営効率を改善するためには、日本のノウハウを吸収する必要がある。例えば、日本の売り場は製品の種類ごとに分類され、スタッフが販売担当をするが、中国では、家電売り場はメーカー別に分類されている。日本の販売モデルの場合には、顧客の立場から、各メーカーの商品の優劣を比較するのに便利であり、経営者側の立場から、同じ営業面積における販売額は中国の5倍となっていることが分かった。

蘇寧電器の傘下に入ったラオックスは、2010年から上海、南京、天津、北京において、日本式の

管理モデルを取り入れた大型店舗を相次いで開店し、日本流の接客で競合他店との差別化を図り、電気製品のみならず、日本のアニメキャラクターグッズや玩具、時計売り場も設けた。また、日本国内においては、東京を中心に、大型百貨店への進出も果たしている。

### 3、アジア・メディア上場廃止案

アジア・メディア・カンパニー・リミテッドはテレビ番組関連事業会社で、中国系企業の第1号として、2007年4月に東京証券取引所マザーズに上場した。上場時に公募価格は640円であったが、取引開始日には、取引価格が672円となり、当年7月中旬には、2,055円に上った（上場時の時価総額が362億円）。中国本土からの初上場として、東証関係者はアジア・メディアの成功を祈った。しかし、2008年6月に創業トップの前CEOが100%子会社の保有する口座に担保権が執行され、定期預金から1億300万元（約16億円）を私的に流用していた事実が発覚し、辞任に追い込まれた。東証は、中国当局やアジア・メディアが前CEOの責任を追及する動きを見せなかったことを受け、8月1日、前CEOを北京市の公安局に刑事告発した。

東京証券取引所は2008年8月19日、アジア・メディアの上場廃止を決めた。トップの犯罪を発端に、株式上場から1年5カ月で「退場」となる異常事態になった。証券市場では、アジア・メディアの不祥事は「上場企業として許されない」、「市場ルールを知らない中国企業にとって、上場することは単なる金儲けの手段に過ぎない」という批判があり、アジア・メディアに出資した日本企業のある幹部は、アジア・メディア前CEOの不正が招いた最悪の事態に、落胆と憤りを隠せない<sup>14</sup>。

本件は、まさに中国の“走出去”企業トップの信用にかかわる問題であり、注意し、今後の教訓としなければならないことは下記のようなことであると思われる。

<sup>14</sup> J-CASTホームページニュース2008年9月4日「アジア・メディア上場廃止 東証のアジア戦略に大打撃」記事。

## 中国企業によるM&A（合併・買収）の際に係る問題点

第一に、法律上、また管理上の問題として、日本と中国の関連法上の取決めが異なることに注意を払うべきである。中国において、企業のトップは自社の多額の資金を私用する場合、銀行はこれに対し、取締役会決議の提出を求めない。言い換えれば、中国においては、私的流用は起こりやすいということである。

第二に、会社事業等に対する判断材料とする「情報開示」の問題に注意を払うべきである。アジア・メディアは持ち株会社であり、連結子会社である北京のソフト開発会社も複数存在し、これらの連結子会社も含め情報開示がほとんどされず、東証上場後も不明なままではなかったかと思われる。すべて事前に調べれば明らかに分かることである。企業情報を簡単に入手できるホームページについて、アジア・メディアの日本語ホームページにおいては、日本語での情報開示は非常に少なく、同社の業務内容を知ることは困難であり、中国語のホームページもほとんど作成されていなかった。

第三に、上場企業の“国籍”について注意を払うべきである。アジア・メディアは中国本土からの企業として注目されていたが、実態は英領バミューダを本籍とする持ち株会社である。バミューダの法律上、一般に株主が株主代表訴訟を提訴する事は出来ない（このようなことは、上場時の発行目論見書にその旨がはっきりと書かれている）。つまり、日本では、株主に認められている株主代表訴訟や損害賠償請求などの権利行使が不可能となっている。これに比べ、「ライブドア」の場合など、総額700億円にも上る損害賠償が課されている。株主代表訴訟や損害賠償請求ができないことは、日本の投資家にとってショッキングな事実であろう。

### 結びに

M&Aの視点から、国務院が決定した新産業育成政策の影響は大きいと見られる。省エネ、環境保護をはじめとする先端産業を「戦略的新興産業」として位置付け、国際的なトップクラスの企

業を育成するために、国内企業の経営体質を強化するとともに、積極的に海外企業とのM&Aを進めていくことが推奨されている。こうした中で、高い技術を持つ日本企業に対する中国の関心は高まっており、これらの分野におけるM&Aの増加が見込まれる。