

【書評】

李曙光 鄭志斌主編

『上市公司退市風險処置：規則、数据与案例』

(法律出版社, 2016年7月, 294+資料 ページ)

はじめに— 中国企業の国際的退市問題との関連から

「退市」とは、証券取引所で上場している株式の取引を終了させることである。いわゆる「上場廃止」のことであり、英語では「delist」または「delisting」を表す用語である。本書は、中国の上市公司（上場会社）の退市リスクに対して如何に対処するべきか、というテーマを追究した書である。その内容として、中国の退市制度の詳細を解説した後に、退市前企業の再建再生事例や退市企業事例等を紹介している。

当書評では、まず著者と本書の概要を紹介し、次に本書の意義と課題を指摘し、最後に中国の退市制度の特徴をまとめてみる。

本書を取り上げる理由は、中国企業の国際的退市問題と関連させて考察するためである。中国企業の退市行動は、現在、中国国内に限定されず、世界規模での問題と化している。欧米では、2010年以降、不正会計事件とリンクする形で中国企業の上場廃止案件が急増しており、たとえば、米国に上場した中国企業228社のうち、2015年までに67社が上場廃止となった。主な内訳としては、「意図せざる理由による上場廃止」48社、「不正会計を理由とする上場廃止」49社だった。また、ドイツの証券取引所では、2015年現在、上場中国企業23社のうち3分の1が上場廃止となった。ロンドン証券取引所の新興企業向け市場（AIM）でも、上場廃止となった中国企業は2015年までに18社に上っている。

本書は、中国国内の制度や企業や証券取引所を対象としているが、国際的企業や欧米証券取引所を対象とはしていない。しかしながら、原点としての、中国国内の退市制度や企業事例を考察することで、中国企業の国際的退市問題の原因究明や対策にアプローチすることが可能となり、その点において本書は極めて有効な示唆

を提供することができている。本書評では、そうした点を中心に解説・紹介していきたい。

著者の紹介

本書の著者は、李曙光氏と鄭志斌氏である。

李曙光氏は、1963年生まれで中国政法大学法学教授である。破産法与企業重組研究センター主任、國務院学位委員会法学学科組成員、最高人民法院法学研究員、中国経済体制改革研究会研究員、最高人民法院应用法学研究所副所長、《企業国有資産法》・《企業破産法》・《証券投資基金法》起草グループ主要構成員などを兼任している。

鄭志斌氏も同様に法務畑出身である。1965年生まれ、企業再生や破産関係に著名な弁護士であり、中国人民大学法学院兼職教授、東亜破産重組協會中国区副会長、北京市破産法学会副会長、中国人民大学破産法研究センター副主任、中国国際破産協會委員等を兼任している。また、夏新電子、銀広夏、中鋼集団等の重整・重組項目の管財人または法律顧問を担当し、《企業破産法》および《証券公司リスク処置条例》の立法業プロジェクトに参加したと記述されている。なお、「重組」と「重整」については後述する。

本書の構成

本書の構成は、序言から第五章までで構成されており、巻末には「附録」として3種のデータが添付されている。内容は以下のとおりである。

序言

第一章 退市規則解析

第一節 我が国の退市規則の発展

第二節 我が国の退市規則の体系

第三節 我が国の退市の一般規則

第四節 退市新規則制定後の退市企業

第二章 退市リスク低減戦略選択

第一節 資産負債構造改善

第二節 利益問題の解決

第三節 取引価格過少評価問題の解決

第三章 上市公司重組と重整の異同および選択

第一節 重組と重整の比較

第二節 重組と重整の選択

第三節 上市公司の重整策略選択の典型事例

第四章 恢复上市（回復上場）

第一節 暫停上市

第二節 恢复上市の規則と手続

第三節 恢复上市の案例

第五章 重新上市（更新上場）

第一節 重新上市の概念

第二節 重新上市の条件

第三節 重新上市の手順

第四節 重新上市の監督管理

第五節 重新上市の最新状況

附録一 中国退市公司統計表

附録二 中国上市公司重整項目統計表

附録三 米国上場会社破産統計

以下、各章ごとに簡単にまとめてみたい。

まず序言であるが、最初の一行目に、本書に込めた著者の主張が以下の文章でまとめられている。

“死は生命の最大の発明である。（死亡は生命中最大の発明）”

退市を「死」に準えていることについては論を待たないが、著者は、退市制度を証券市場の健全化の観点から不可欠な制度と捉えており、効率的で速やかな解決を優先した考え方を中心に論点を進めている。

続いて、著者による本書のテーマが以下のように記されている。

- ・本書は、実践的な探求を意図しており、改革後の最新の退市規則と実例分析、上市公司の退市リスクへの対処戦略、会社の経営危機解消方法、を重点的に解明する。
- ・本書の最大のポイントは、広範囲な視角から、基本理論のみに囚われず退市リスク処置に対して論述し、さらに重組と重整という2つの関連する重要命題にも焦点を当てた内容となっている。
- ・さらに、本書は、十分に掘り下げて考察することで、上市公司の直面するリスクを指摘し、経営危機から脱出する合理的、妥当、最適の処置方法を提示する。その中で、豊富な理論と法律条文を的確に各事例に適用することで、網羅的かつ深度のある内容を維持すると共に、難解な表現にならないように配慮している。

第一章は、著者によると、「資本市場での退

市規則の基礎構造を概観」している。退市規則としては、以下のように、証券市場（Board・板）ごとに内容および手順が詳述されている。

1. 主板（Main Board 大型で成熟した中国主要企業を対象とした証券市場）
法律として、《公司法（1993年）》や《証券法（1998年、2015年修訂草案）》があり、行政法規等として、《欠損上市公司暫停上市和終止上市實施弁法（2001年）》、《關於改革完善開併嚴格實施上市公司退市制度的若干意見（2014年）》、《上海証券交易所退市公司重新上市實施弁法（2015年）》などが紹介されている。
2. 中小企業板（中小企業を対象とする証券市場）
基本法律法規として証券法などがあり、自律規則として、《深圳証券交易所股票上市規則（2012年、2014年修訂）》、《關於改進和完善深圳証券交易所主板、中小企業板上市公司退市制度的方案（2012年）》、《深圳証券交易所退市公司重新上市實施弁法（2015年修訂）》、《深圳証券交易所退市整理期業務特別規定（2015年修訂）》が紹介されている。
3. 創業板（Second Board 新興企業、中小企業、ハイテク企業を対象とした証券市場）
基本法律法規として、証券法の他に《首次公開發行股票併在創業板上市管理弁法（2009年、2014年修訂）》等があり、自律規則として、《深圳証券交易所創業板股票上市規則（2009年請求意見稿、2014年修訂）》、《深圳証券交易所退市整理期業務特別規定（2015年修訂）》等が紹介されている。
4. 新三板（國務院に批准された「全国中小企業股份（株式）讓渡システム」）
《証券公司代弁股份讓渡服務業務試点弁法（2001年）》、《全国中小企業股份讓渡系統有限責任公司管理暫行弁法（2013年）》、《全国中小企業股份讓渡系統業務規則（2013年試行）》などが紹介されている。
5. 上海証券取引所および深圳証券取引所の自律規則

上海証券取引所に対しては、《上海証券交易所股票上市規則（2014年修訂）》、《上海証券交易所退市公司重新上市実施弁法（2012年、2013年修訂、2015年修訂）》など、深圳証券取引所に対しては、《深圳証券交易所股票上市規則（2014年修訂）》、《退市公司重新上市実施弁法》、《深圳証券交易所退市整理期業務特別規定（2015年修訂）》などがある。

退市規則の解説に続いて、2012年以降の退市企業として、以下の6社が例示されている。なお、STは、退市リスクを警告するために上市公司の株式の簡称の前に「ST」の文字を追加し、リスクの無いその他の株式と区分するためのものである。

1. ST 創智 — 4年の重組が一瞬で否定される。
2. ST 炎黃 — 7年の重組を持ちこたえたものの、未だ果たされず。
3. ST 長油 — 2012年退市制度改革以降、初の退市事例。
4. ST 二重 — 2014年退市制度改革以降、初の退市事例。
5. ST 国恒 — 高品格企業の急激な転落。
6. ST 博元 — 重大な情報開示違反を主因とする初の退市事例。

第二章は、著者によると、「会社の退市に至る前段階として、株主からの出資や政府補助を受けることで、如何に経営危機から企業は再生するか」について考察している。その方向性として、1. 資産負債構成の改善、2. 利益問題の改善、3. 株式取引価格過少問題の解決、を提示している。解決方法や企業例は下記のとおりである。

1. 資産負債構成の改善

①株主による増資（企業例：ST 韶鋼、

ST 北磁、ST 金泰他8社）

②債務調整（重組）（企業例：ST 天龍、ST 金泰、ST 源發他3社）

2. 利益問題の改善

①政府補助（企業例：ST 遠洋、ST 国藥、ST 吉紆他7社）

②株主からの借入れ（企業例：ST 天一、ST 興業、ST 南紡他5社）

③資産の売却（企業例：ST 遠洋、ST 祥龍、ST 北磁他18社）

④株主からの現物出資（企業例：ST 北生、ST 天龍、ST 金泰他2社）

⑤購買資産を現金での支払い（企業例：ST 松遼、ST 遠東）

⑥会社再建者に対する第三者割当増資（企業例：ST 連合、ST 天龍）

3. 株式取引価格過少問題の解決

①縮股（株式併合）（企業例：閩燦坤B、上柴B、ST 建摩B）

第三章は、著者によると、「最も重要で経常的に運用される2つの策略—重組・重整—について、系統的に比較する」ことを主題としている。「重組」とは、会社で進行した企業買収、合併、分割、株式相互持合などの行為を言い、これらは会社の資産や現金や従業員や経営業務などを包括して再編成し、これらの要素を機能的に配合し調整する制度である。一方で、「重整」とは、破産の原因が発生する可能性がある状況もしくは既に発生した状況になっているものの、救済措置の希望のある法人企業に対して、裁判所を通して各利害関係者の利益を調整し、強制的に事業再編や債務整理を進行させて、企業を破産から回避させる機会を提供する制度である。

こうした重組と重整の共通点は、1. 目的、2. 適用する対象項目、3. 到達を目指す結果、の3点である。一方で、相違点としては、以下の7点が列举されている。

	重組	重整
1. 法律上の性質	再建救済型	裁判所が主導する破産型手続の一種
2. 手続	大株主や支配株主等が交渉等を通して実施	裁判所や債権者会議で決定

3. 会社の債務危機解決方式	合同法84条等に基づき、債権者は一定の債権を減額	企業破産法84条・87条に基づき、多数決原則と強制批准原則で決定
4. 上市公司の資産運用方法	重組中でも資産の購買取引や販売取引が可能	裁判所や管理人がオークション等を通じ、不良資産等を売却
5. 手続のプロセス	大株主と会社が協議して、経過について証券監督管理委員会などの行政監督管理機関の審査を受ける。	破産の手続として、管理人や債権者、裁判所が責任を負い、必要に応じて証券監督管理委員会などの行政監督管理機関に許可を得る。
6. 成功率	コストが高く、交渉協議時間は長く、成功率は低い。	コストは低く、期限も6ヶ月（延長しても3ヶ月）であるため手続も効率性で、成功率は高い。著者は、企業破産法施行の2007年から2015年5月までに適用された全43社の成功率を100%と見ている。
7. 支配権を取得するコスト	国家规定により、重組中でも株価は通常時の90%までの下落幅に制限されており、新規の戦略投資家が株式を取得する上でコスト高となる。	国家の強制性規定もなく、通常時の50%程度まで株価が下落し、新規の戦略投資家が株式を取得しやすくなる。

続いて、重組を採用した企業例としてST景谷、ST連華、ST国業他7社を、重整を採用した企業例としてST金頂、ST鋅業、長航鳳凰（ST鳳凰）他15社を取り上げている。特に、重整戦略のケーススタディとして、銀広夏（ST広夏）を始め10社の事例を詳述している。

第四章と第五章は、著者によると、「暫停上市、恢复上市、重新上市について、それぞれ紹介」する章である。「暫停上市」とは、一時上場停止であり、経営状況の悪化や重大な法規違反などにより、一定期間、暫定的に証券取引所での株式取引が停止することをいう。また、「恢复上市」とは、回復上場であり、利益の計上や監査における適正意見が表明される等、暫停上市の上場停止条件が消滅した後に上場復帰が認められることである。つまり、暫停上市の株式は、一時停止の原因が消滅した後、恢复上市となる。

一方で、「終止上市」という概念も存在する。これは、暫停上市が一定の条件下で延長し、暫停上市から転化したものである。もし暫停上市の原因が一定期限内に消滅しない場合か、恢复上市しない場合には、会社の株式は終止上市の措置を受けることになる。暫停上市の条件を逸脱して、取引量、株価、株主数など関連基準に準拠せず、恢复上市に至らない状態になると、

強制的に終止上市となる。この場合、たとえ終止上市状態が消滅しても、会社は恢复上市措置にはならない。結果、終止上市は、会社の株式の上場資格が終了または消滅したことになる。なお、この終止上市は、非公開化のために企業が自発的に行なう主動終止上市と、企業が強制される強制終止上市に分類される。

続いて、暫停上市の基準や暫停上市の審査内容を説明した後に、暫停上市公司として、深圳新都酒店股份有限公司（ST新都）、上海新梅置業股份有限公司（ST新梅）等のケースを取り上げている。その後、恢复上市の規則と手続を解説し、恢复上市公司として、長航鳳凰股份有限公司（ST鳳凰）のケースを紹介している。

第五章は、重新上市の概要説明である。重新上市（更新上場）とは、既に終止上市した会社が、その後になって、終止上市原因が消滅し、証券取引所の重新上市関連法規に符号する状況になった場合には、証券取引所に重新上市を申請するにあたって、当初の証券コードのままで登録できる制度のことを指している。

重新上市と恢复上市との異同として、まず共通点は、第一に、中国の証券市場の発展に貢献していることであり、第二に、手続の流れが基本的にほぼ一致すること、とされている。次に

相違点としては、第一に、対象が異なっていることである。重新上市は、終止上市公司を対象としているのに対し、恢复上市は、暫停上市公司を対象としていることである。第二に、重新上市は、恢复上市と比べて、上場の条件が厳格であり、たとえば、評価期間が長期（重新上市：3年、恢复上市：1年）であったり、売上高基準が高額（重新上市：3年で3億元超、恢复上市：1年1,000万元超）であったりする。本書では、その後に重新上市とIPOの比較も併せて行なっている。

続いて、重新上市の手順、重新上市の監督管理制度、重新上市の最新状況を解説し、最後に、重新上市の企業例として、中浩、奥金曼、五環他10社を列举している。

最後に、附録1では、中国の退市企業の全一覧が表にまとめられている。主な項目としては、「会社名」、「退市日時」、「登録証券取引所」、「重組の是否」、「重整実施の是否」である。附録2では、重整手続を採った全ての上市公司の一覧が表で示されている。主な項目としては、「会社名」、「上市日時」、「重整申請日」、「重整裁定日」、「重整計画書提出日時」、「重整計画批准日時」、「重整計画進行完了日時」、「重整申請人」、「重整管理人」、「重整を受理した裁判所」、「暫定上市の是否」、「重整が及ぼす重大事項」である。附録3では、アメリカ上場会社の破産統計が添付されている。

本書の意義

本書は、研究者や実務家にとって、中国国内の退市制度と現状を理解し、発展的考察を進める上で最良の書といえることができる。その理由を以下に列举する。

第一に、法律規則の解説が極めて詳細かつ網羅的である。本書は、著者が法律部門出身であることから、関連法規の内容や手続等について詳細に解説されている。たとえば、第一章では、「主板」、「中小板」、「創業板」、「第三板」、「深圳：上海証券取引所の自主規制」に分けつつ、「概説」、「根拠法規」、「リスク警告方法」、「上場復帰」、「上場終了」等をそれぞれ詳述しており、研究資料や実務資料として有用な情報を提供している。

第二に、企業事例が豊富である。第一章第四

節の6社や、第二章全体、第三章第三節の10社、第四章第三節の1社など、全体を通して多数の企業をケーススタディとして取り上げている。そのため、本書をきっかけに、これらの企業に対する更なる研究を進めることも可能となるだろう。

第三に、データが詳細である。特に巻末の附録の内容は、退市企業および重整適用上市公司が全て列举されており、漏れがない。これらも研究資料や実務資料としても有効に活用できる内容となっている。その他、本書全体を通して49の表がリストアップされているなど、統計数値も多岐にわたり豊富に収録されている。

第四に、付随的効果ではあるが、「重組」と「重整」の区別が詳細かつ明確に解説されている。「中国でも重組と重整の概念は混同されている」と著者は指摘している。

本書の課題、疑問点

次に、本書の課題や疑問点を示したい。

第一に、退市関連法規の範囲についてである。本書は、中国国内証券取引所からの退市を対象としている。したがって、海外証券取引所からの中国企業の退市問題については、ダイレクトには考察の対象となっていない。当該案件については、今後の課題となるだろう。

また、香港取引所についても触れていない。本書の対象となる証券取引所は、上海証券取引所と深圳証券取引所となる。香港証券取引所に関する法規制システムは、上海や深圳証券取引所とは全く異なる体系ではあるが、中国国内企業は、当然のように香港証券取引所への上場を選択肢に入れている現状から見て、香港証券取引所からの退市についても考察の範囲に加えるべきではないかと思われる。

第二に、株主保護の観点が不足していることである。本書は、株主、特に非支配株主への保護について言及が少ない。退市企業の非支配株主保護に触れている個所は、第一章のST創智の事例に留まっており、その記述内容も、「重組が迅速に進まない主因となっていることから、中小株主の利益を十分に重視して対処すべき」となっている。主旨は重組による迅速な解決であり、必ずしも中小株主の立場を配慮しているわけではない。こうした意識は、中国企業が海

外株主を軽視しがちな傾向と無関係ではないと思われ、海外スキャンダルを引き起こしてきた一因が透けて見えてくる。

第三に、不正会計と退市に関連させた考察が少ないことである。本書は、制度解説の折々においては、不正会計や企業不正について言及されている。しかし、不正会計事例は、第一章で上げられたST博元や第三章の銀広夏などに限られている。海外中国企業の退市事例が不正会計とかなりの割合で連動している現状から見て、中国国内の退市事例にも不正会計に焦点を当てて考察すべきであろう。

第四に、退市が証券市場や中国経済に健全化の点で機能しているのか、という疑問点が解消されていないことである。著者が本書で第一に目標とするのは、退市によって、不良企業が淘汰され、証券市場をはじめとする中国経済を健全化することである。しかし、中国の退市企業は、退市後そのまま消滅するわけではない。たとえば、ドイツの証券取引所から撤退したジョウウウは、旧経営陣が交代することなく、引続き非公開会社（中宇衛浴）として、中国国内で存続している。退市企業は、退市後に即「死亡」しているわけではないのである。

本書から見る中国退市制度の特徴

最後に、本書による中国退市制度の特徴としては、以下の点があげられる。

第一に、そもそも論として、「退市」が身近な社会環境にある点である。本書のように、退市すなわち上場廃止を主題として扱った書籍は、日本では発刊されていないようである。しかし、中国では、本書の他に、韓志国・段強主編『退市機制』といった、内容が類似する本も確認されている。この点から、中国での退市制度は、日本の上場廃止よりも社会的に関心の高い制度であることが窺われる。

第二に、退市の選択が容易な社会環境にある点である。「暫停上市 - 恢復上市」や「終止上市 - 重新上市」の関係が法的に仔細に整理されていることから、退市企業の証券市場への復帰は、比較的容易となっている。加えて、上海、深圳、香港と、中国国内には複数で、それぞれが独立した証券取引所が存在していることから、復帰の選択肢は更に増えることになる。これは、

退市への安心感を企業に与えると同時に、モラルに反する安易な退市行動を引き起こす可能性を孕んでいる。

第三に、意外に退市企業数が少数である点である。「2016年4月までの我が国の深圳・上海証券取引所の上市公司の退市数は50社であり、上市公司全体の2%を下回り、15年平均で3.4社/年となる。」ことが序言で記されている。この数値結果は、退市の容易さから見て想定外であり、原因解明について今後の検討課題とした。なお、日本の場合は、2008年から2017年現在までに、業績不振等のネガティブな理由で上場廃止となった企業は、88社に上り、東証一部に限っても30社になる。

最後に、中国退市制度に対する以上の特徴から、導き出される一つの仮説を提示したい。すなわち、中国企業は、海外進出にあたり、中国での“常識”や“経験”をそのまま欧米の証券取引所に安易に持込んでしまったことで、退市が急増してスキャンダルとなった、ということである。言い換えれば、中国企業の国際的退市問題は、中国国内で潜在的に存在していた問題の延長として、国際的な場面で問題が顕在化した、ということである。今後、本書の知見から更なる考察を進めていきたい。本書は、そう思わせる書である。

参考文献

- 李曙光 鄭志斌主編（2016）『上市公司退市風險
処置：規則、数据与案例』法律出版社
韓志国 段強主編（2002）『退市機制 市場压迫
還是压迫市場』經濟科学出版社
Zigan Wan（2015）『Essays on Chinese Corporate
Issuers and Financial Markets』

西崎賢治（にしざき けんじ・愛知淑徳大学）