

中国証券市場における大株主の持株売却禁止規制

温 笑 侗

- I はじめに
- II 持株売却禁止規制の概要
- III 持株売却禁止規制のエンフォースメント
- IV 検討

I はじめに

中国では、2006年までに上場会社の発行する株式には、市場での流通が認められる流通株と流通が認められていない非流通株がある。非流通株は、中国株式市場における発行済株式総数の三分の二を占め、国や国有企業によって保有されるもので、残りは流通株で一般投資家により保有し・市場で自由売買が認められている。非流通株は契約に基づいて比較的にな値で売買されていたのに対し、流通株の市場価格がそれより遥かに超えるものであった。

2005年4月、非流通株の問題を解決するために、中国政府は、非流通株を市場に流通させるための改革を行った。しかし、非流通株を一度に市場に放出すると需給関係が崩れ、一般投資家は株価の下落により損害を受けることになるため、当局は、非流通株主に対し流通株主に現金や株式などを支払うことを義務付け、また、非流通株に対して一定の売却禁止期間⁽¹⁾を設けた。2007年には、ほとんどの上場企業の非流通株の改革が完了し、非流通

株は、売却禁止期間が満了した後市場で流通することが可能となった。

2006年非流通株改革の前は、大株主（持株比率が5%以上）は、流通市場で株式を売却できないため、その地位を利用して、アンフェアな条件で上場会社と取引したり、上場会社の資産を流用したり、少数株主の利益を侵害するケースが多かったが、2006年の非流通株改革後、大株主の持株でも市場で流通することが可能となったため、支配的地位や情報の優位性を利用した株式の売買が利益を得るための新たな手段となった。株式の上場は、中国の株式市場は、需給の不均衡やIPOの認可制などが原因に、長い間異常に高い株価収益率（PER）が維持されてきた。また、個人投資家が売買の中心となっており、市場全体が未成熟であることから、株価の操作が比較的容易であることも指摘されている。そのため、非流通株改革後、大株主は、長期保有よりも株式の短期売買を通じて利益をあげることに興味を持っているのも無理はない。大株主の機会主義的な行動を牽制するために、中国は、第三者割当、企業買収及び現物出資などいくつかの場面において大株主による持株売却を禁止する規制を設けている。本稿は、中国証券市場における大株主の持株譲渡禁止規制を紹介し、その趣旨と実効性、及び他の制度による代替可能性などについて検討し、最後に会社法上の論点について若干分析することとする。

II 持株売却禁止規制の概要

① 会社設立と発起人の長期保有義務

中国会社法の第141条は、「発起人は、その保有する株式を、会社成立日より1年以内に売却してはならない」と定めており、立案担当者（全国人民代表大会常務委員会法制工作委员会、以下同じ）によれば、会社の設立を提唱した者を会社に留めて経営の安定性と連続性を図る一方、発起人による会社設立制度の悪用を牽制するためである⁽²⁾。しかし、これを法律で一律に定める

と、たとえば、資産の受け皿として、最初から売却されることを目的に設立した特別目的会社は、かかる規定の下では、設立後1年以内には売却できないことになるなど合理的な事業目的までも制限されてしまう。日本でも、起業して株式会社などを設立する場合、「株式の譲渡制限に関する規定」を定款で定めるケースは少なくない。これは、知人である複数の発起人によって起業する場合、突然株式が知らない第三者に譲渡され、会社経営に支障が生じ、もしくは経営権が奪われることを防ぐことが主な目的であると考えられている。

② 新規上場とロックアップ規制

中国の現状では、上場後の株価⁽³⁾はしばしば上場前の株式発行価額より遥かに高くなっている傾向があり、公開前の株式を大量に保有している大株主が、公開後直ちに株式を売却して、大金を手にして会社から撤退するケースが多かった。そのため、証券監督管理委員会（以下 CSRC と略す）は、新規上場前の株式を新規上場と同時に市場に売り出すためには、当該株式の継続保有期間は36カ月以上であり、かつ売出しによって株主構成に重大な変化をもたらしてはならず、実質上の支配者を変更してはならないことを求めている（「株式新規上場時に株主による株式の売出に関する暫定規」第5条）。もっとも、会社法上では、新規上場前にすでに発行された株式につき1年間の売却禁止期間が定められている（会社法141条）が、海証券取引所は、上場申請会社の支配株主と実質の支配者に対して、その直接もしくは間接保有する上場前の発行済株式について、上場後36カ月以内に売却もしくは委託管理しないことを取引所に対して確約するように求めている（上海証券取引所上場規程5.1.5条）。当該確約書は上場申請提出書類の一つとなっている。他方、中国ではIPOの認可制が採用されており、新規上場が非常に困難であるため、経営不振に陥る上場会社を存続会社として吸収合併を行うか、重要

な資産を上場会社に譲渡するなど、さまざまな方法で上場審査を経ずに実質的に非上場会社を上場させる、所謂裏口上場のケースが多く見られている。この場合、IPO ロックアップ規制の適用はないが、上場会社が株式を対価に重要な資産を購入する場合、後述のとおり、新株の引受人には長期保有の義務が発生する。

なお、日本における IPO ロックアップ規制について、会社法や証券法といった法律ではないが、新規上場会社及び株主等が上場日後一定期間、株式の売却等を行わない旨を主幹事証券会社に確約する旨の契約を交わす方法と、東京証券取引所の公開前規制により、上場前に行った第三者割当等により株式の割当を受けた者が、通常 6 カ月間株式等の継続保有を上場申請会社に確約する方法がある。前者は、上場後一定期間に、大株主からの売却を抑えることで、株式の需給バランスの安定化を図るため、後者は、上場制度を利用した短期利得の排除であると考えられている。

③ 非公開発行による発行株式の転売禁止

株式発行価格と株式市場価格のギャップは、IPO の場面のみならず、第三者割当の場面にも生じうる。不当な短期利得の追及を抑制するために、中国で、上場会社が特定かつ 10 名以下のものを対象に行う新株発行のことは、非公開発行と定義され、非公開発行によって割り当てられた新株は、12 カ月の間に譲渡することが禁止されている。とくに、割当先が上場会社の支配株主、実質的支配者である場合や、当該割当により上場会社の支配権を取得したものである場合は、上記売却制限期間は 36 カ月とされている（CSRC 「上場会社証券発行管理弁法」 38 条、CSRC 「上場会社株式非公開発行実施細則」 9 条 10 条）。中国会社法は、第三者割当によって資本金が増加すれば、株主総会の特別決議事項となっている⁽⁴⁾。しかし、支配株主が存在する会社では、新株発行について特別決議を経ているとしても、新株発行価額が適切ではない

場合がありうる。新株発行価額の算出基準となった市場価格が歪んでいる可能性がある。ある実証研究によれば、上場会社は、大株主を対象に行う第三者割当のまえには減少型の利益調整とバットニュースの発表、大株主が持株を売却するまえには増加型の利益調とグットニュースの発表を行う傾向がある⁽⁵⁾。もっとも、中国では、通常、第三者割当の引受価額は市場価額より低く設定されており、CSRC 規則上では 10% のディスカウントが許されている⁽⁶⁾が、実証研究によれば、大株主を対象に行う第三者割当の発行価額割引率は、機関投資家などを相手に行う場合より大きいことも確認されている⁽⁷⁾。2015 年株価大暴落の直前の統計によれば、2015 年上半期に行われた 160 件の非公開発行のうち、76 件について、第三者割当増資の発表直後の株価が倍以上に膨らんでいた⁽⁸⁾。大株主は、第三者割当によって安く取得した株式をその後市場で高く転売することによって短期利益を得ていることが問題視されている。このように、大株主を対象に行う非公開発行と株式の売却は、しばしば相場操縦、インサイダー取引及び不実表示などの不正行為を伴うケースが多いため、これらの不正行為への対処は、後述のとおり持株譲渡禁止規制のエンフォースメントに大きく影響している。なお、中国とは違って、日本の資本市場は比較的成熟しているため、実際に、第三者割当が行われる場合、増資プロジェクトが有益であれば、長期的に株価は上昇するかもしれないものの、直近では 1 株当たりの価値が減少するために、通常、株価が下落する傾向にある。そのため、第三者割当の直後に市場売却により利益を上げることは考えにくい。

④ 企業買収と支配株の転売禁止

中国では、株式の取得を通じて上場会社の支配権を獲得・強化する場合、株式取得後の一定期間内において、当該上場会社の株式の売却が制限される規律が存在する。中国証券法第 98 条及び CSRC が制定した上場会社買収管

理弁法第 74 条によれば、上場会社を買収する者は、その取得した株式を、買収行為終了後 12 カ月以内売却してはならないとされている。その趣旨は、支配権の頻繁な異動が上場会社の経営に悪影響を与えることを回避するためであるといわれている。

CSRC の上場会社買収管理弁法は買収者の定義を定めておらず、どのような場合に 12 カ月の転売禁止義務が適用されるかは必ずしも明確ではない。CSRC が 2015 年に公布した「よくある質問と回答集」⁽⁹⁾によると、支配権の取得した場合のみならず、買収により筆頭株主となった場合でたとえ持株比率が 30% 以下（間接保有を含めて）であるとしても転売禁止規制が適用され、買収者及び買収行為は広く解釈されていると理解する。

もっとも、株式の取得より買収者に強制公開買付義務が生じている場合がある。当該買収は財政困難の上場会社を再建するためのものであり、かつ、再建計画について株主総会の承認を得ている場合、買収者はその取得した当該上場会社の株式を 3 年間保有し続けることを確約することで、CSRC に対して強制公開買付義務の免除を申請することができる（「上場会社買収管理弁法」の第 62 条）。この点について、日本でも、第三者割当先に他の株主から買い付ける公開買付義務を課すとなると、割当先の資金が不足し発行者による資金調達に支障を来すことが懸念されていたため、第三者割当のみによる経営支配権の獲得の場合、そもそも強制的公開買付制度の適用除外となっている。

⑤ 現物出資と引受株の売却禁止

中国では、上場会社が特定の者から資産を譲り受け⁽¹⁰⁾、その対価として新株を割り当てる場合、当該譲受資産の規模が一定基準⁽¹¹⁾に達しているとき、割当先には少なくとも 12 カ月間において上場株を継続的に所有する義務が発生する。また、当該割当先が上場会社の支配株主である場合や、割当

(260)

により支配株主となった場合、上記12カ月間が36カ月になる（CSRC「上場会社重大資産再編管理弁法」46条1項）。さらに、現物出資後の株価のパフォーマンスが良くないとき、当該制限期間が延期される可能性がある（同弁法48条）⁽¹²⁾。

かかる規制の背景としては、現物出資は、企業買収または裏口上場的手段として利用されているからである。非上場会社は、その優良な資産を上場会社に売付け、その対価として上場会社から大規模な新株が割り当てられ、その結果、上場会社の支配権を獲得し、実質的に上場を果たすことが可能である。この場合、新規上場審査とIPOロックアップ規制の適用はないため、株式取得者による短期利得追及や譲受資産の過大評価などの問題が懸念され、CSRCは規制を設けたと考えられる。

もっとも、買収者は、上場会社の既存株主から株式を譲り受けた直後に、上場会社に特定の資産を売却し、その代金を当該既存株主に支払う方法をとれば、上記現物出資のケースと同じ効果が得られる。この場合、実質上、上場会社が既存株主から資産を譲り受けたことに等しい。そのため、CSRCは、買収者は、上場会社の支配株主から上場会社の株式を譲り受けた後60日以内に自分もしくは関連会社の一定規模以上の資産（子会社の株式を含めて）を上場会社に譲渡する場合は、買収者に加えて、上場会社の元の支配株主や実質的支配者も取引完了後36カ月以内にその保有する上場会社の株式を売却しないことを確約しなくてはならないとされている（同弁法46条2項）。

日本では、裏口上場を防止するために、合併等による実質的存続性喪失に係る上場廃止制度があり、上場会社が、非上場会社との合併、株式交換、事業の譲受等を行う旨の適時開示を行った場合、東証が実質的な存続会社は当該上場会社でないと判断したときは、上場資格を維持するためには、新規上場審査基準に準じた基準に適合しているかどうかの審査を受ける必要があ

る。これは、新規上場審査制度の抜け穴をふさぐためのもので、株式売却を制限する趣旨で上場を廃止するというわけではない。他方、日本においても、現物出資の場合、現物の過大評価や架空増資など不公正ファイナンスの問題が懸念されているが、対価の適正性を確保するためには、会社法上では、現物出資において一般的に検査役の調査を受ける必要があるほか、有利発行制度や新株発行差止制度などが用意されている。他方、金商法上では、発行価格算定根拠及び発行条件の合理性についての考え方の開示や、割当先の概要、会社との関係、割当先選定の理由、割当先による保有方針などの開示が求められているが、現物出資後の株式譲渡を制限し、譲渡制限期間の長短に株価のパフォーマンスが考慮され、現物出資者にある意味では担保責任を課すような強い規制ではない。

⑥ その他・短期売買に関する一般規制

相場操縦とインサイダー取引を防止する目的で、中国では従来から大株主等による株式の短期売買を制限してきた。中国証券法 47 条は、持株比率が 5% 以上の大株主は、株式を新たに取得した後六か月以内に株式を譲渡する場合、これによって得た利益は会社に帰属するものとしている。同条は、株式の譲渡を直接禁止する内容ではないが、組織再編に伴い株式の譲渡が必要である場合、6 か月の基準が満たされなければ、そもそも CSRC が組織再編を認可しない可能性が高い。なお、かかる短期売買利益提供義務について、日本でも類似する定めが存在する（金商法 164 条）。

もっとも、2015 年 6 月、中国証券市場で起きた株価暴落の危機を背景に、CSRC は、応急措置として同年 7 月から 6 か月の間、持株比率が 5% 以上の大株主や支配株主及び実質的な支配者（以下大株主等）による株式の市場での売却を全面的に禁止した。その後、2016 年 1 月に、CSRC は、「上場会社の大株主・役員等による持ち株売却に関する若干規程」（以下「若干規定」と

いう)を公布し、大株主等が三カ月以内に市場で売却する株式総数は上場会社の発行済株式総数の1%を超えてはならないと定め、前科のあるものや取引所からサンクションを受けたものに関しては、一定期間において株式の売出しを禁止する。そして、2017年5月に公布された新若干規定では、さらにブロック取引を利用した株式の売却も制限の対象となった。中国の統計データによれば、一連の譲渡制限規制により、今年5月より11月15日までに大株主による持株売却総額は同期より45%ダウン、ブロック取引量も45%減少していると示されている⁽¹³⁾。

Ⅲ 持株売却禁止規制のエンフォースメント

大株主が持株売却禁止義務に違反した場合、会社法、証券法及び自主規制のいずれかを適用するかによって対処が異なる。会社法上では、会社設立及び新規上場に伴い、1年の売却禁止期間が設けられている、これに違反して株式を譲渡する旨の契約を締結した場合、通説によれば、株主の名義変更をしない限り会社及び第三者には対抗できないが、譲渡契約自体は有効であると解されている。他方、株式譲渡契約によらずに持ち株を市場で売却した場合、法令違法であるため無効とすべきであるところ、誰に何株を売却したのかを判断することが極めて難しいので、無効による原状回復は現実的に不可能であると考えられている。

他方で、証券法第204条は、法令に違反して売却禁止期間内に証券の売買を行った場合、是正命令と警告に加え、売買した証券の価値を超えない額の罰金を併科し、法人がこれを行った場合、さらに直接責任者に対しては3万円以上30万円以下の罰金を科すことができると定めている。しかし、同条は、法令違反があることが構成要件となっているため、CSRC規則に違反した場合、同条を援用することは難しい。他方、CSRCは、準政府機関として自ら設定できる行政処罰の種類が限られており、是正命令、談話、警告など

緩やかなものしか発することはできず⁽¹⁴⁾、株式の売却により得られる莫大な不正利益に比べて処罰が軽微であり、まったく抑止力を持っていない。そこで、実務では、CSRCは、上述した持株売却禁止規制ではなく、持株の売却に伴う大量保有報告義務への違反⁽¹⁵⁾、相場操縦⁽¹⁶⁾、インサイダー取引⁽¹⁷⁾及び不実表示などの証券法上の違法行為を根拠に処罰を行っている。しかし、これらの証券法上の違法行為を伴わない禁止期間内の持株売却については、現実的に、取り締まることは困難であると考えられる。

それから、取引所の自主規制として、新規上場の場合、上場申請会社の支配株主等は、取引所に対して、上場後36カ月間持株を売却しないことを確約する必要がある。当該約束を破った場合、取引所がいかなる措置をとれるかが問題である。上場廃止の措置は、取引所が持つ一番強いサンクションであると言われているが、株式を売却した元株主を相手にする場合、これは使えず、また、仮に使う場合、守るべき少数株主の利益も害してしまうので、結局は使えないのである。上場廃止以外のサンクションとして、批判通知や公表措置のほか、上場会社に対して状況や原因の開示を求めることができるが、持株売却の利益に比べて非常に警備であるためほとんど抑止力はない。

もっとも、日本でも、前記のとおり、取引所は、上場前の第三者割当てを受けた者に対して6カ月間の継続保有の確約を求めている。中国と違って確約の相手は取引所ではなく上場会社である。期間内に譲渡行なった場合、上場会社はその内容を記載した書面を東証に提出し、公衆の縦覧に供することになるだけで、東証または上場会社が割当先に対して何らの実質的な措置をとるわけではない。他方、上場後に行われる第三者割当増資についても、割当予定先に保有方針の確約が求められており、当該募集株式を譲渡する時には東証への報告と公衆縦覧による開示が上場会社に義務付けられている。しかし、実際に、割当先は、長期保有を確約しているにもかかわらず、上場会社に事前通知せずにこっそり売却するケースや、事後通知しても売却の理由な

ど詳しい説明を述べないことがある。上場会社はひたすら報告と説明を求め続けることしかできず、東証は上場会社を罰せることも当然できないので、保有方針などの確約書は最初から無意味であるといわざるを得ない。

IV 検討

2015年以降、中国で導入された大株主持株売却禁止規制は、アメリカ証券法規制144条⁽¹⁸⁾を参考にしているところが大きいと考えられている。アメリカでは、発行者が数人の洗練された投資者に証券を発行するときは、私募として証券の登録をしなくてもよい。しかし、この数名の投資者が直ちに多数の者に転売することを予定していれば、本来であれば証券発行の当初から登録届出する必要があるが、登録なしに転売するためには、アメリカ証券法規制144条が定めたいくつかの要件⁽¹⁹⁾を満たす必要があり、発行者から私募により取得した証券(restricted securities)または発行会社の支配者が保有する証券(control securities)については、その取得から6カ月または1年以上保有されていることや3カ月以内の売却量を1%以内に抑えるなどが要件となっている。また、合併や証券を対価とする資産譲渡など、証券法規制145条の取引に該当する場合、当該取引により取得した証券を転売するときも規則144に従う必要がある。中国における大株主の持株売却禁止規制は、外観的にアメリカの証券法規制144条に非常に似ている。しかし、規制の趣旨はかなり異なっている。すなわち、アメリカの144条は、登録届出制度の抜け穴をふさぐための開示規制の性質を有し、つまり、登録届出書を提出すれば規則144条の転売制限を受けなくてもよいのである⁽²⁰⁾。これに対し、中国の売却禁止規制は、その実質は開示規制ではなく、大株主による短期利益の追求を制限し、長期的な株式保有を前提に会社の経営に専念させるための行為規制であるといえる。

他方、日本においても、第三者割当の場合、発行当時割当予定先から直ち

に転売されるおそれがあるとき、割当予定先の選定、割当予定先に対する調査、第三者割当の内容等に関する割当予定先との協議などの事前接触行為は、取得勧誘に該当する可能性がある（企業開示ガイドライン2-12⁽²¹⁾）。そのため、割当予定先から直ちに多数の者に転売されるおそれ大きいことを発行当時に知りながら第三者割当を行う場合、有価証券届出書の提出義務の違反に該当する可能性がある⁽²²⁾。他方、第三者割当が少数者私募にあたる場合、有価証券届出書の提出は不要であるが、転売規制が課されており（金商法23条の13、企業内容開示内閣府令14の15）、割当先がその取得した株式を一括して譲渡する場合以外に譲渡することが禁止される。日本の転売制限もアメリカ証券法規制144条の趣旨と同じく、有価証券届出書の提出義務を回避する目的に転売が行われることを防ぐための制度であって、中国の上記Ⅱで紹介した持株売却禁止規制とは趣旨が異なる。

中国では、上場会社が第三者割当を行う場合、転売のおそれの有無を問わず、非公開発行として監督管理委員会に申請書類を提出し、認可を得る必要がある。かかる認可制度が採用されている以上、認可制度より緩やかな開示規制であるアメリカや日本の上記転売制限規定を中国に導入する意味はないといえる。ちなみに、中国では、日本のような売出し制度は存在しない。しかし、日本における「有価証券の売出し」は、既に発行された有価証券の売付けの申込み又はその買付けの申込みの勧誘のうち、50人以上の者を相手方として行う方式を指し、売付勧誘によらずに市場を通じて持株を売却する行為は売出しに該当しない。そのため、中国における短期売買の問題は、日本の売出しの規制を導入しても解決できない。

中国における大株主の持株譲渡禁止規制は、前記のそのエンフォースメント必ずしも容易ではない。とくに、注意すべきことは、CSRCの譲渡禁止規制に違反しても、結局は、大量保有報告義務の違反、相場操縦、インサイダー取引など別の理由をつけて処分している点である。もっとも、譲渡禁止規

制がなければ、譲渡行為を隠す必要性はなくなり、問題となる大量報告義務違反も自然に減るはずであり、他方、譲渡禁止規制の不公正取引規制がきちんと働けば、売却利益が減るにつれ短期利益のみを追求する売却行為も収まる。その意味では、持株譲渡禁止規制は、そもそも不要ではないかという考えもありうる。持株譲渡禁止規制が導入される一番大きな原因は、大株主による持株の一斉の売出しにより株価の大暴落を防ぐためであろう。しかし、非流通株改革の際に、すでに少数株主に対して、非流通株を流通させるための対価を支払った大株主は、改革が終えた後、その株式を売却しても法律上全く問題はないのである。問題は中国の株式市場が投機的で未成熟であることで、株価が不正常に高い水準に維持されている点にあるのではないかと考える。

これに対して、現物出資や資産売却に伴う株式売却禁止規制は、その状況が異なる。資産の提供者がその資産の本来の価値よりも高い価額で会社に出資もしくは譲渡し、大株主がそれに加担していることが当該規制の背景の一つとなっているが、これはつい最近日本でも問題となっていた不公正ファイナンスによく似ている。中国は、資産の提供者と大株主による持株の売却を禁止する方法でこの問題に対処しているが、これには一時的に効果があるかもしれないが、根本的な問題解決方法ではないし、財政困難の上場会社の救済を妨害し、合理的な事業目的行為まで制限してしまうので適切ではない。この点について、アメリカの支配株式譲渡人の責任の裁判法理が一定の示唆を与えるものであろう。

アメリカでは、支配株式の譲渡が行われた場合、支配株式の譲渡人がその有利な売却価額と一般の株主が売却の際に得られるはずの価額との差額（プレミアム）を取得して保持すること原則的に認められているが、場合によって違法となるケースもある。典型例として、大株主がその株式を売却にあたり、株式を取得しようとするものが会社の財産を略奪し、会社や少数株主に

損害を与えることを知りながら、もしくは知りえたにもかかわらず、株式をそのものに売却した場合、譲渡人である大株主は、株式売却から得られた利益を提供し、会社または少数株主社に対して損害賠償責任を負う⁽²³⁾。かかる法理は、「支配株式譲渡人の責任の法理」と呼ばれ、最近裁判例でも用いられている⁽²⁴⁾。

株主は、その出資額に応じて議決権が付与され、その議決権が多ければ多いほど、会社の意思決定への影響が強いと見える。しかし、一定規模の議決権を持った大株主は、議決権行使を通じて会社の意思決定に影響を与えるのみならず、議決権行使せずそれを潜在力に取締役会など会社経営機構を左右し、また、その持株を売却する際にも会社に重大な影響を与えることが可能である。このような力を持った大株主は、会社の経営もしくは経営の監督に専念して、会社の長期的な発展のためにその影響力を発揮すれば、少数株主を含めて会社全体の利益になる。他方で、かかる影響力をもつば短期的な自己利益のために利用されると、本来会社や少数株主に帰属するはずの利益が得られなくなるおそれがある。そのため、一般的に、大株主には長期保有を念頭に一貫した保有方針で会社の経営に関わることが好まれ、また、その地位を売却する場合において、会社及び少数株主の利益を考慮するならば、売却価格の公正性、売却の時期とスキーム及び譲受側の事情なども斟酌することが望ましい。しかしながら、大株主にとって株式の保有は一種の投資であり、株式譲渡自由の原則の下では、株式をいつ、だれ、いくらで何株売却するかは基本的に自由であるというべきである。これを制限するためにはアメリカの上記判例法理から一定の示唆を得ることができると思われる。

- (1) 「上場会社株式分置改革管理弁法」第27条によれば、①非流通株は改革実施後12カ月以内に譲渡してはならない、②持株比率が5%以上の非流通株主は、上記期間満了後12カ月以内に譲渡する株式は全体の5%を超えて

中国証券市場における大株主の持株売却禁止規制

はならない。24 カ月以内に譲渡する株式は全体の 10% を超えてはならない。もっとも売却禁止期間は、株主総会が承認した改革案によって 24 カ月から 36 カ月に延長されることが多かった。

- (2) 蔣学躍「株式会社発起人法律規制研究—会社法 142 条を兼ねて」証券市場導報 2010 年 08 期 30 頁
- (3) 中国の株式市場では、発行価格の決定は、株価収益法を使用している。上場予定企業と業界の特徴や財政状況、自己資本の規模が類似する企業を株式市場から選択し、その株価や 1 株あたり利益をもとに PER を算出し、市場動向やマクロ経済情勢、金利水準などを勘案し、適正な平均 PER を算出し、それをもとに発行価格を決定する。
- (4) 中国会社法第 37 条は、資本金の増加もしくは減少は、株主総会の決議事項となっている。また、同法第 103 条は、株主総会決議は、出席した株主の保有する議決権の過半数の同意を持って可決され、ただし、定款の変更、資本金の増加と減少、及び会社の合併と分割、解散、組織形態の変更は、出席した株主の保有する議決権の三分の二以上の同意をもって可決されるとしている。
- (5) 章衛東「第三者割当による新株発行とその収益の管理—中国証券市場からの経験と証拠」管理世界 2010 年 1 期 54 頁
- (6) 「上場会社証券発行管理弁法」38 条によれば、非公開発行の発行価額の下限は基準日まで 20 営業日の平均株価の 90% である。発行価額はこれに下回ってはならないとされている。
- (7) 劉鳴茂「大株主持株売却の時期と第三者割当による利益追求行為の研究」審計与経済研究, 2016 年 31 (3) 期 73 頁
- (8) 「今年以来両市場 160 社が第三者割当計画を公表, 76 社公表後株価 2 倍に」証券日報 2015 年 5 月 26 日第 C02 版
- (9) CSRC「上場会社監督管理法律法規のよくある質問と回答集」2015 年 9 月 18 日
http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ssgsjgb/ssbssgsjgfgzc/ywzx/201509/t20150918_284146.html
- (10) 資産の譲受の定義は非常に広く解釈されており、動産や不動産のほか、株式や債権等の譲受も含まれ、さらに、上場会社を存続会社とする吸収合併もこの資産譲受到に該当する。
- (11) 第 12 条上場会社及びその支配・コントロールする会社によって購入し、または売却される資産が以下いずれの基準に満たした場合は、重大資産再編

を構成する。①購入し又は売却される資産の総額が上場会社直近会計年度の会計監査を受けた連結計算書類の期末資産総額の50%以上を占めている場合、②購入し又は売却される資産によってもたらした直近会計年度の営業収益が、同期において上場会社の会計監査を受けた連結計算書類の営業収益の50%以上を占めている場合、③購入し又は売却される資産の額が上場会社直近会計年度の会計監査を受けた連結計算書類の期末純資産額の50%以上、かつ5000万人民元を超えた場合。購入し又は売却される資産は上記基準に満たさないが、上場会社または投資者の合法的権益を侵害する重大な問題が存在するおそれがあるとCSRCが指摘した場合は、慎重監督管理の原則に従い、上場会社に対して、補足上場開示、取引の一時停止、独立財務顧問の任命もしくはその他の証券サービス機構による補足審査と専門意見の開示を命じることができる。

- (12) 第48条 上場会社が新株を発行して資産を購入することによって特定の対象が当該会社の株式を一定割合以上保有しコントロールすることになった場合に、「上場会社の買収の管理弁法」が定めた関連義務を履行しなければならない。上場会社が支配株主や実質的支配者もしくはそれらによって支配されている関連者に新株を発行して資産を購入する場合、あるいは新株を発行して資産を購入することによって支配権の変動が生じている場合、新株を引き受けた特定の対象は報告書において次の事項を承諾しなければならない：本取引完了後6か月以内に上場会社の株価の終値が20営業日にわたり連続して発行価額より下回った場合、もしくは取引完了後6か月期末時の終値が発行価額より下回った場合、その持株の売却禁止期間が少なくとも6か月間自動延期するものとする。
- (13) 「規則違反による持株売却の減少と厳重な監督管理の維持」中国証券報 2017年11月16日第A04版
- (14) 非公開発行の売却禁止規制に違反した場合：第七十二条 同弁法が定めた特定の対象会社が規定に違反して売却禁止期間未満の株式を売却した場合、中国監督管理委員会は是正を命じることができる。違反が重大な場合は12か月以内に特定の対象として有価証券を引き受けてはならない。
- (15) 中国証券法第86条によれば、証券取引所での取引を通じて投資者が保有し、もしくは契約やその他の方法を通じて他人と共同で保有する株式の数が上場会社の発行済株式総数の5%に達したとき、当該事実が発生した日より3日以内に國務院証券監督管理機構にと証券取引所に書面の報告をし、上場会社に通知し、かつ公告しなければならない。上記期間内において当該上

中国証券市場における大株主の持株売却禁止規制

場会社の株式を売買することはできない。投資者が保有もしくは契約やその他の方法を通じて他人と共同で保有する株式の数が上場会社の発行済み株式数の5%に達した後、その保有する当該上場会社の株式の割合が5%増加もしくは減少する場合は、前款の規定に従って報告と公告を行わなければならない。報告期間内及び報告と公告後2日間以内に当該上場会社の株式を売買してはならない。

- (16) 中国証券法第203条の規定に違反して相場操縦を行う場合、違法取得を没収し、違法取得の1倍以上5倍以下の過料を処する。違法取得はない場合もしくは30万人民元に満たさない場合は、30万人民元以上300万人民元以下の過料を処する。法人が相場操縦する場合は、主管人もしくは直接責任者に対し警告をし、10万人民元以上60万人民元以下の過料を処する。
- (17) 中国証券報第202条によれば、インサイダー情報を保有している者もしくは違法に取得した者は、証券の発行、取引及び証券価格に重大な影響を及ぼす情報が開示される前に当該証券を売買し、情報を漏らし、もしくは他人に当該証券の売買を薦めた場合、違法に保有する当該証券の売り出しを命じ、違法取得を没収し、違法取得の1倍以上5倍以下の過料を処する。違法取得はない場合、もしくは3万人民元に満たさない場合、3万人民元以上60万人民元以下の過料を処する。法人がインサイダー取引する場合は、主管人もしくは直接責任者に対し警告をし、3万人民元以上30万人民元以下の過料を処する。証券監督管理機構の工作人員がインサイダー取引をする場合、嚴重に処分する。
- (18) 証券の発行者 (issuer)、引受人 (underwriter) 又はディーラー (dealer) 以外の者が行う取引は、証券法4条(1)により登録義務が免除されており、ディーラーの行う取引も同法4条(2)により多くが免除されているため、発行者を除けば、「引受人」に当たるか否かが登録義務の有無について問題となる。「引受人」とは、「証券の譲渡をする意思で (with a view to distribution) 発行者から購入した者、又は証券の譲渡に関して発行者のために募集若しくは販売を行う者」をいうと証券法2条(a)(11)で定義されている。そこで、発行者から私募などの形で直接証券を取得した者が、それを他人に譲渡 (再販売) しようとする場合に、再販売者が「譲渡をする意思で」取得していたかが問題となる。「譲渡をする意思で」という要件は主観的なものなので、その客観的な判断基準を定めたのが、SECの規則144である [2]。
- (19) ①いかなる3カ月をとっても、再販売の数量が、発行済証券総数の1%

を超えず、かつ先立つ4週間の平均取引量を超えないこと②再販売者が発行者から私募取引 (non-public transaction) により証券を取得していた場合は、取得から再販売までに1年以上保有していたこと③発行者が1934年証券取引所法上の継続開示を負っており、かつそれを現に遵守していること (又はそれに相応する開示を行っていること) ④通常の仲介取引により、又は証券取引所のマーケットメーカーを介した取引により再販売が行われること⑤SECに通知が行われること

(20) 黒沼悦郎「アメリカ証券取引法 (第2版)」弘文堂 64頁

(21) 第三者割当 (開示府令第19条第2項第1号ヲに規定する第三者割当をいう。) を行う場合であって、割当予定先が限定され、当該割当予定先から当該第三者割当に係る有価証券が直ちに転売されるおそれが少ない場合 (例えば、資本提携を行う場合、親会社の子会社株式を引き受ける場合等) に該当するときにおける、割当予定先を選定し、又は当該割当予定先の概況を把握することを目的とした届出前の割当予定先に対する調査、当該第三者割当の内容等に関する割当予定先との協議その他これに類する行為は、有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等には該当しないとされている。

(22) 取得勧誘を多数の者に対して行う場合、かつ勧誘対象者が適格機関投資家や特定投資家のみに限定されていないとき、金商法上の「有価証券の募集」に該当し、有価証券届出書の提出が求められる。

(23) *Insuranshares Corporation v. Northern Fiscal Corp.*²³, 35 F.Supp. 22 (E.D.Pa. 1940); *Gerdes v. Reynolds*, 28 N.Y.S. 2d 622 (1941), *Harris v. Carter*, 582A. 2d 222 (Del.Ch.1990), *Hollinger Intern., Inc. v. Black*, 844A. 2d 1022 (Del.Ch.2004)

(24) たとえば, *Ford v. VMware, Inc.*, 2017 Del.Ch.LEXIS 70 (2017) 事件では, VMware の支配株主 EMC 社は, Denali 社は存続会社とする吸収合併を行ったため, Denali 社が VMware の支配株主となった。これを受けて VMware 社の少数株主は, Denali は略奪者であり, かつ VMware がこれを知りながら支配株式を譲渡したため信認義務に違反したと主張したが, デラウェア州衡平法裁判所は, Harris 事件判決と Hollinger 事件判決を引用したうえ, Denali が略奪者であること, 及び VMware がこれを事前に知っていることを立証できていないことを理由に原告側の主張を否定した。

*本研究は日本証券業協会の助成を受けたもので、客員研究員としての成果の一部である。