

## セッション2

### 上場会社の市場撤退メカニズム

## 序説

企業にとって、上場廃止と倒産は、客観的には時間又は空間の関係で互いに関係しあうものであるが、法的な視点から見れば、まったく異なる制度である。証券取引所で株を上場させている株式会社にとって、上場ということがあれば、その同時に上場廃止という可能性もありうるであろう。しかし、かつての中国では上場廃止制度が著しい不備を抱えているので、「不死鳥」といわれる銘柄が大量に出現し、上場廃止制度の手抜きを意図的に悪用し、「鶏から鳳凰へ、鳳凰から鶏へ」という滑稽な劇を繰り返した。そのため、中国の資本市場では、業績が悪い銘柄をめぐる投機的な売買がたびたび行われ、「上場資格（訳者注：中国語では「殼資源」という）」を目当てとする投機的取引が風潮にもなっている。なお、どの市場でも上場企業の企業再編が話題になりそうなものであるが、健全性のある制度枠組みと正しい市場秩序が欠落したゆえに、中国の資本市場では「優勝劣敗」という正しい市場原理が確立されなく、金融資源の有効配置という資本市場の役割が有効に果たされていない。

安信証券の統計によれば、2001年から直近まで、上海・深センの両株式市場で上場廃止又は上場資格の一時停止が適用されたものは74銘柄が数えられる。もっと細かく分析するとわかるように、2007年までの間に、上場廃止基準に抵触した銘柄は、その大半が連続の赤字決算であり、2001年から2007年の間に計40銘柄が当該基準で上場廃止になった。ところが、2007年からこの構図が一変し、「吸収合併による企業再編」が上場廃止の主な理由となっている。いままで企業再編のため上場廃止になった23銘柄のうち、2007年以後の事例が20銘柄もあった。それに対して、2007年以来、連続赤字との理由で上場廃止に踏み切った銘柄は一つもなかったようである。上場廃止制度の不備によって、上場企業に対する倒産処理に際し、事実上すべての銘柄に再生型手続が適用され、清算型手続による倒産処理が一件も行われなかった。

上記の現象は、中国資本市場の秩序を乱れるほか、公正・公平な投資理念に背き、倒産法制の実務にも甚だしく悪い影響を与えている。そのため、中国の政治・経済情勢という背景をもとに、いかに上場廃止と倒産の関係をうまく整理し、両者を良い軌道に載せるかは、実に興味深い研究分野だと思っている。

## 一、上場廃止制度の概要

中国の上場廃止制度を規定する法律・規則等は主に、「証券法」「上海証券取引所上場規則」「深セン証券取引所上場規則」（2012年改正、同年5月1日から施行）などがある。

証券法第56条は、上場廃止について以下の基本原則を置いてある。

上場企業が以下の要件を満たす場合、証券取引所がその上場廃止を決定することができ

---

<sup>1</sup> 王欣新、1952年に北京市生まれ。中国・人民大学法学部教授、博士指導教官、倒産法研究センター主任、北京市倒産法学会会長。

る。

(一) 会社の株式総数、株式の分布が変化し、上場基準に満たさない場合、証券取引所が定めた期間内に上場基準を再度満たすことを達成できないこと

(二) 会社が法定の手續に基づき財務状況を公開せず、または財務諸表に虚偽の記載を行ない、訂正を拒むこと

(三) 会社が三年連続で赤字経営が続き、最後の年度においても黒字に回復できないこと

(四) 会社が解散または倒産したこと

(五) その他証券取引所が規定したこと

また、上場廃止と倒産について「上海証券取引所上場規則」と「深セン証券取引所上場規則」(2012年改正、同年5月1日から施行)の両規則が新たに改正された。そのかわりに、中国証券監督管理委員会が定めた「赤字上場会社の上場資格一時停止及び上場廃止についての実施弁法(修正)」、「赤字上場会社の上場資格一時停止及び上場廃止についての実施弁法(修正)の施行に関する補足規定」及び「中国証券監督管理委員会が株式会社の上場廃止後の処理に関する指導意見」は、2012年8月3日付で廃止された。

今回の上場規則に対する修正は主に二つの面から現行制度に調整を入れた。まずは上場廃止制度の完全性と実務性を高め、上場資格の一時停止及び上場廃止を判断する基準を新たに補充したうえ、基準のより具体化に力を入れ、上場資格回復の要件を明確にし、上場廃止の手續を細かく定めた。つぎは投資者の利益を保護するため、監理銘柄・整理銘柄などの区分を新設し、上場廃止後の株式譲渡、再上場などの手續も明確化した。両証券取引所の規則では、上場企業の倒産手續に関する情報公開についても独立した節を設け、規定を置いた。また、上記二つの規則は、上海・深センの両市場にそれぞれ適用されるものであるが、実質的な区別がないので、本稿はもっぱら「上海証券取引所株式上場規則」(以下は「上場規則」という)を対象に上海証券取引所第一部について論ずる。

(一) 上場廃止の基準を増やし、上場廃止基準の体系化を図る

上場規則にはいくつかの基準が置かれたが、主に業績基準、市場基準、法的相応性基準、主体資格存続基準の四つに分類されうる。当該改正はいままで存在した基準類型の曖昧、基準内容の不明確などの不足を補い、上場廃止基準の実効性を高め、悪意の上場廃止回避を抑制することが期待される。

#### 1、純資産指標の導入

最後の事業年度に上場企業の純資産がマイナスになった場合、証券取引所が上場廃止の警告を行う。二年連続で純資産がマイナスである状況が続く場合、上場廃止を決定する。

#### 2、営業利益指標の導入

直近の二つの事業年度で営業利益が1000万元を下回る場合、証券取引所が上場廃止の警告を行う。直近の三つの事業年度で営業利益が1000万元を下回る場合、証券取引所が上場資格一時停止の処置を取る。直近の四つの事業年度で営業利益が1000万元を下回る場合、証券取引所が上場廃止の決定を行う。

### 3、会計監査意見指標の導入

最後の事業年度に会社の財務諸表について会計士事務所から否定的または意見留保の会計監査意見が出された場合、証券取引所が上場廃止の警告を行う。直近の二つの事業年度で否定的又は意見留保の会計監査意見が出された場合、証券取引所が上場資格一時停止の処置を取らなければならない。上場会社は上場資格が一時停止された後、純利益・純資産・営業利益等で上場廃止等の規定に反し、その後の事業年度に引き続き否定的または意見留保の会計監査意見が出された場合、上場廃止をしなければならない。

4、市場指標の導入（ただし、(外国投資家も取引できる)B株だけを発行する会社に適用しない)

直近の120取引日に出来高が通算で500万株を下回る場合又は30取引日連続で株式の終値が株式の券面額を下回る場合、当該株式の上場廃止をしなければならない。

### 5、法定期間内に年度決算を開示しないという指標の厳格化

上場企業が純利益・純資産・営業収入又は会計監査意見関係など財務的な指標で上場資格一時停止の処分を受けた場合、次の年度に法定期間内で年度決算の諸報告書を開示できないと、証券取引所が上場廃止の決定を行わなければならない。

### 6、特別損益を控除した純利益の基準の導入

上場会社が純資産の指標で上場廃止の警告を受けた場合または純利益の指標で上場資格一時停止の処分を受けた場合、次の年度に特別損益を控除した額と特別損益を控除する前の額のいずれがマイナスになると、証券取引所が上場廃止の決定を行わなければならない。

(二) 上場廃止の手続を健全化し、上場廃止の効率を高める

#### 1、上場廃止手続の簡素化

上場廃止の基準が満たされるとき、証券取引所は当該事由が生じてからの5取引日以内に上場廃止の決定をしなければならない。上場廃止の決定がなされた後、決定を受けた会社が証券取引所の決定に不服を持ち、そしてそれを裏づく証拠が確実な場合、証券取引所に上場資格の回復を申し立てることができる。証券取引所上場審査委員会は上場廃止の基準に基づき、当該不服申立てを審査する。上場審査委員会が上場廃止の事由が存在しないと判断した場合、証券取引所が上場資格回復の決定を行ない、逆に上場審査委員会が上場廃止の事由が存在すると判断した場合、上場廃止の決定を行なうことになる。企業が証券取引所の決定に対してなお異議を持つ場合、証券取引所再審査委員会に対して再審査の申立てをすることができる。

#### 2、上場資格回復の審査期限を明確に置いたこと

上場資格回復の申請人が添付書類等を提出する期間を30取引日以内に制限した。申請人が法定期間内に上場資格回復の申請を申し立てなかった場合、当該申請の取り下げとみなされ、証券取引所が上場廃止の決定を行なう。証券取引所上場審査委員会と再審査委員会の審査期間は30取引日を超えてはいけない。申請者が添付書類等を提出する期間は、審査期間に算入されない。

(三) 監理銘柄（中国語では「リスク警告銘柄」という）という区分の新設

現行の特別処理リスク警告制度を健全化し、監理銘柄という区分を新設することは、重大なリスクを伴う会社をその他一般銘柄から独立し、リスク警告の必要性に合わせ、それにふさわしい取引制限等を適用し、一般銘柄と違う取引・決算・情報開示などを義務付ける。上場規則第13.2.1条の規定によれば、以下の事由が生じた場合、証券取引所が上場廃止のリスクを警告することができる。

- 1、直近の二つの会計年度に会計監査を経た期末の純利益または再計算を経た額がマイナスであること
- 2、最後の会計年度に会計監査を経た期末の純資産または再計算を経た額がマイナスであること
- 3、最後の会計年度に会計監査を経た営業収入または再計算を経た額が1000万円を下回ること
- 4、最後の会計年度に会計監査報告書に否定的または意見留保の意見が出されること
- 5、開示義務のある財務諸表に重大な会計的な不備または虚偽の記載があり、中国证券监督管理委员会から業務改善命令が出されたものの、期間内に改善の完成が認められなく、そして取引停止が二ヶ月間を超えたこと
- 6、法定期間内に年度決算報告書または中期報告書を提出できず、それに取引停止が二ヶ月間を超えたこと
- 7、会社が解散される可能性があること
- 8、裁判所が会社の破産手続・更生手続・和議手続の申立てを受理したこと
- 9、本規則第12.14条による株式の所有状態が上場基準に抵触し、かつ当該会社が一ヶ月間以内に本取引所に株式の保有状態を改善する解決案を提出し、本取引所の同意を得られてないこと
- 10、その他本取引所が上場廃止の警告にふさわしいと判断したこと

以上のうち、倒産手続との関連性があるのは、2番と8番の要件である。

裁判所が倒産手続の受理をした場合、かかる企業は裁判所から受理の通知を得る同日に、証券取引所に事情を報告したうえ、次の取引日に株式及びデリバティブの取引停止（一日間）について公告しなければならない。証券取引所は当該銘柄が取引停止から回復してから上場廃止の警告を発する。上場廃止の警告がなされて20取引日を経た後、証券取引所は当該銘柄及びそのデリバティブに対して、取引停止の処分を処する。

上場企業の株式及びその関連するデリバティブが取引停止の処分を受けた後、更生計画・和議条件が倒産裁判所の許可を得て、若しくは更生手続・和議手続が終結した場合、当該企業は裁判所の決定を告示したうえ、証券取引所に取引回復の申立てをできる。かかる株式及びデリバティブは公告の次の日に取引が認められる。

上場企業の株式は、裁判所が倒産手続の手続を受理した理由で上場廃止の警告がなされた後、次の事由が生じた場合、証券取引所に上場廃止警告の解除を求めることができる。

- 1、更生計画の執行が完了されたこと
- 2、和議条件の執行が完了されたこと
- 3、裁判所が倒産の申立てを受理した後、倒産手続の開始を宣告するまえに、企業破産

法の規定により、(倒産原因の不存在により)申立てを棄却し、申立人が法定期間内に抗告をしなかったこと

4、裁判所が倒産の申立てを受理した後、倒産手続の開始を宣告するまえに、企業破産法の規定により、(弁済期に到来したすべての債務が弁済されたことを理由として)倒産手続の終結を決定したこと

以上のうちに、会社が1と2の事情を理由に上場廃止警告の解除を求める場合、管財人の監督報告書、法律事務所の更生計画又は和議条件の執行に関する法律意見書及びその他証券取引所が請求する書類を添付しなければならない。

#### (四) 整理銘柄という区分の新設

企業の上場廃止を準備するため、証券取引所は整理銘柄という区分を設けることができ、上場廃止が決まった会社に対して、最長30取引日の期間を作り、その取引を許す。30取引日が終わった後、当該銘柄が正式に上場廃止となる。

#### (五) 上場廃止企業の株式譲渡と関連制度

企業の上場廃止が正式になされた後、証券取引所がもつぱら上場廃止株の譲渡のため設けた区分に移転するか、中国証券業協会の代理取引システムに移転するか、その他店頭市場に移転することができる。上場廃止株取引専用区分の規則は、中国証券業協会代理取引システムの規則を準用する。また、上場廃止企業が選択をしない場合、当該上場廃止株取引専用区分に移転するとみなす。

#### (六) 再上場制度の整備

上場廃止の決定を受けた企業は、ふたたび証券取引所が定めた上場基準を満たした場合、改めて再上場の申立てができる。この場合、再上場を果たした銘柄は、少なくとも一つの会計年度で監理銘柄として取引されなければならない。再上場の申請は証券取引所上場審査委員会によって審査され、株式の新規上場の基準を準用する。

## 二、倒産手続における上場企業の情報開示

倒産手続における上場企業の情報開示は、倒産手続と上場廃止手続との関係でもっとも関連性が深い分野の一つである。通常の情報開示と比べ、特殊の手続が求められているので、上場規則第11章第11節には独立した規定を置いた。

上場規則第11.11.2条によれば、上場企業の取締役会は自ら裁判所に対して更生手続・和議手続・破産手続の申立てをする場合または債権者が更生手続・和議手続・破産手続の申立てをしたことが知った場合、直ちに証券取引所に以下の事情を報告しなければならない。

- 1、会社が上記申立てをした理由、申立ての正式な時間（自己破産の場合）
- 2、申立人の基本情報、申立ての目的、申立ての事実・理由（債権者申立ての場合）
- 3、更生手続・和議手続・破産手続の申立てが企業に対する影響
- 4、その他説明すべき事項

当該上場会社はその公告の中に株式及びデリバティブ等が上場廃止の可能性について明確に記載しなければならない。

裁判所が更生手続・和議手続・破産手続の申し立てを受理した場合、当該上場企業は直ちに証券取引所に以下の事情を報告しなければならない。

- 1、申立人の名称・名前（債権者申立ての場合）
- 2、裁判所が更生手続・和議手続・破産手続の申し立てを受理した決定を出す正確な時間及び決定の内容
- 3、裁判所が指定した管財人の基本情報（管財人の名称又はその構成員の名前、責任者、職務範囲、住所、連絡先など）
- 4、会社が倒産手続に入った後、情報開示の担当者（名前、住所、連絡先など）及び情報開示の方法
- 5、その他証券取引所が求めること

この場合にも、当該上場会社はその公告の中に株式及びデリバティブ等が上場廃止の可能性について明確に記載しなければならない。

上場企業が裁判所の決定によって倒産手続に入った後、当該企業の株式及びデリバティブが上場規則第13条の規定に基づき、取引停止・取引停止の回復・リスクの警告などの処分がされ、会社は月に一度倒産手続の進展を情報開示しなければならない。その情報開示に際し、以下の内容を報告しなければならない。

- 1、裁判所が更生手続・和議手続・破産手続の申し立てを受理する前に、申立人が取り下げをしたこと
- 2、裁判所が更生手続・和議手続・破産手続の申し立てを受理しないという決定を出した時間と主な内容
- 3、その他証券取引所が求めること

裁判所が倒産の申し立てを受理した後、倒産手続開始の宣告をするまえに、当該企業は以下の事項を報告しなければならない。

- 1、会社または資本金の10%以上を占める出資をした者が裁判所に更生手続を申し立てる時間及び理由など
- 2、会社が裁判所に和議手続を申し立てる時間及び理由等
- 3、裁判所が会社の更生手続又は和議手続の申し立てを認める決定または認めない決定の時間及び主な内容
- 4、債権者会議開催の時期及び会議の概要
- 5、裁判所が企業破産法に基づき、倒産手続の諸申し立てを棄却した場合、申立人又は関係者が抗告をしたかについての事情説明
- 6、裁判所が更生手続を終結させる決定の時間及び内容
- 7、裁判所が倒産宣告の決定を出した時間及び決定の内容
- 8、その他証券取引所が求めること

裁判所が和議手続の開始を決定した場合、当該企業は直ちに以下の事項を証券取引所に報告しなければならない。

- 1、債権届出の状況
- 2、裁判所に和議条件の草案を提出した時間及び和議条件の内容

- 3、和議条件の可決及び裁判所の認可について
- 4、和議条件に関連する行政許可等の事情
- 5、裁判所が和議手続を終結する時間及び決定の内容
- 6、裁判所が倒産宣告をした時間及び決定の内容
- 7、その他証券取引所が求めること

更生計画・和議条件の執行中に、上場企業は以下のことを報告しなければならない。

- 1、更生計画・和議条件の執行状況
- 2、更生計画・和議条件について、執行不能又は会社が執行を拒否する場合、管財人又は利害関係者の申立てで裁判所が破産を宣告したことについての事情
- 3、その他証券取引所が求めること

上場企業が上記各種の更生手続・和議手続・破産手続に関する報告を行うとき、情報開示の詳細に合わせ、証券取引所に以下の書類を提出しなければならない。

- 1、公告文の写本
- 2、管財人の説明書類
- 3、裁判所が出した法的書類
- 4、更生計画・和議条件の草案
- 5、更生計画・和議条件に係る行政機関の行政許可
- 6、更生計画・和議条件に係る協議書又は意向書
- 7、取締役会の決議
- 8、株式総会の決議
- 9、債権者会議の決議
- 10、労働者代表会議の決議
- 11、法律事務所の法律意見書
- 12、会計事務所・資産評価機関の報告書
- 13、その他証券取引所が求めること

倒産手続に入った上場企業は、上記のとおり、諸報告をしっかりとしたうえ、上場規則及び証券取引所のその他規定に基づき、定期的又は臨時的に報告をしなければならない。

管財人が上場企業の管理の権限を引き継ぐ場合、当該管財人は証券法、最高裁判所の司法解釈、中国証券業監督管理委員会・証券取引所の規定などに基づき、公平・迅速に債権者・株主に関する情報を開示し、当該開示内容の真正性・適確性・完全性を確保しなければならない。

定期的な報告書につき、管財人によって書面的な意見書を出さなければならない。臨時的な報告書につき、管財人によって押印して発布しなければならない。

管財人が上場企業を監督するにとどまる場合、当該会社の取締役、監査役、そのた役員は上場規則及び証券取引所の規定に基づき、情報開示の義務を果たさなければならない。このとき、管財人は会社の取締役、監査役、そのた役員に対して情報開示及びその他重大事項について迅速に報告するよう促すとともに、上記役員等が勤勉に報告義務を果たしたかについて監督しなければならない。



上場企業が更生手続・和議手続に入った後、かかる計画・条件が資本金の増加・減少、社債の発行、会社の合併、会社の分立、自社株の買い戻しなどに係わる場合、最高裁判所又は中国証券業監督管理委員会の規定に基づき、それぞれの審議手続を経たうえ、上場規則及び証券取引所の規定によって情報開示をしなければならない。

### 三、上場廃止と倒産手続の関連性及び解決策

前述の通り、上場廃止と倒産手続は互いに絡んでいる手続である。企業破産法第2条では倒産手続の開始条件について規定をおいた。「企業法人は弁済期にある債務を弁済することができず、かつ、その債務につきその財産をもって弁済できない状態にあるとき、またはその弁済能力が明らかに欠乏している状態にあるときは、この法律の定めるところにより債務の関係を整理することができる。企業法人は、当該企業法人に前項に規定する事由があるときまたはその弁済能力が明らかに欠乏している状態に陥るおそれがあるときは、この法律の定めるところにより、更生手続を進めることができる」。条文でわかるように、中国の倒産法は更生手続について破産手続と和議手続より緩い開始条件を設けていて、債務者の弁済能力が明らかに欠乏したと認められれば、更生手続を開始することができる。企業が弁済能力を失うことや弁済能力を失う可能性があることは、企業の連続的な赤字やマイナスの純資産・純利益と一定の相関性を有しているものの、両者は完全に重なっているものではない。例えば、負債が重く、資産額が少ない企業にとって、たとえたった一年間の赤字であり、上場廃止の基準に抵触しないとしても、弁済能力を失うこともありうる。それに対して、負債が少なく、資産額が大きい企業にとって、たとえ四五年間の赤字が続いて、上場廃止の基準に抵触になっても、弁済能力を失うこともない。そのため、上場企業の上場廃止と倒産は別々の問題であり、それぞれのルールで処理すべきである。そのため、上場廃止と倒産手続の関係を整理する原則として、上場企業の上場廃止や上場資格一時停止など証券取引所が判断するもので、逆に上場規則で定めた上場廃止や上場資格一時停止の基準に倒産手続に関する点が含まれているが、倒産手続の申立て、裁判所が申立てに対する処理なども上場廃止等に影響されない。これについて、諸外国の法制度を見ても、同様な処理が見られる。例えば、アメリカ連邦倒産法2005年修正案によれば、証券取引所の上場企業に対する取引停止や上場廃止等の管理権限は倒産手続による自動停止の効力を受けない。

これから、上場廃止と倒産手続が絡む問題について、論じてみる。

#### 1、上場企業の倒産申立てと受理

法律の規定からみれば、上場企業の倒産申立てでも前置的な行政許可が置かれてない。上場企業は一定の公共性を帯びているが、その倒産リスクの伝播力や社会経済に対する影響力が金融機構ほど強いものではなく、それに株主が企業の倒産によって被った損失が取引社会では合理的なものであり、特別な配慮を払う必要がない。ところが、それにもかかわらず上場企業の倒産は機関投資家だけでなく、一般投資家や労働者の処遇、社会の安定性などに対してもインパクトを与えうるし、政府各官庁の監督責任にも絡むので、実務では穏健な処理が望まれる。また、過去の実務では、上場企業がその倒産の前に本社所在地の地方政府を通して、中国証券業監督管理委員会に事前に報告をしているし、下級裁判所

が倒産事件を受理する前にも最高裁判所に事前に通知しなければならない。裁判所が事件を受理するかどうかの判断に際し、中国証券業監督管理委員会の出先機関や地方政府の関係者が参加する意見徴収会を催し、各関係者の意見を総合的に考慮したうえ、正しい裁判をしなければならない。

## 2、申立人の資格

両証券取引所の規則によれば、上場企業はその取締役会が更生手続・和議手続・破産手続の申立てをしたとき、情報開示をしなければならないとしている(上場規則第11条)。単にこの条文を見れば、倒産手続の申立てをする権限は取締役会にあるように見える。ところが、現実的には倒産手続申立ての権限が取締役に属するか或いは株主総会に属するかについて、違う見解が主張されている。

ある説によれば、債務者が倒産の申立をする権限は株主総会にある。その理由として、「会社法」の規定によれば、会社の合併・分立・解散・清算又はその他企業再編の場合、株主総会の決議で行われなければならない。そして、倒産手続の申立て、特に破産手続の申立ては、上記事由と同等な重要性を持つため、同様に株主総会の決議を経なければならない。また、ほかの説によれば、倒産手続の申立てを申請するとき、株主総会の決議による必要がなく、取締役会の決議だけで倒産手続の申立、特に更生手続の申立ができる。その理由として、更生手続の申立権は会社の併合・分立・解散などの事項と異なり、前者は申請権であるに対し、後者は会社の決断権に当たる。通常では、この種の決議は出されたときから法的効力が生じ、その効力によって合併・分立・解散などの結果をもたらす。更生手続の申立てが会社を破産手続に導く可能性が存在しないとは言えないが、危機に陥った会社を救うためになされた決断であり、取締役会の会社の意思を統括する性質や会社を管理する権限との抵触はない。それに、株主総会の招集と議決手続には長い期間が要求され、更生手続の申立てに株主総会の決議が必要だという解釈をすれば、更生手続のチャンスを見逃しかねない。一部の国・地域の法律では、取締役会の決議があれば自己破産の申立てができる。例えば、中国台湾地域の会社法第282条によると、三分の二以上の取締役が出席し、その中半数以上が賛成すれば、更生手続の申立をすることができるとしている。これに対して、他の国では株主総会の決議を更生手続の申立ての必須条件としている立法もある。

私は中国の上場会社が裁判所に更生手続・和解手続・破産手続の申立をするとき、取締役会の決議ではなく、株主総会の決議を経らなければならないと考える。各国の会社立法において、株主総会中心主義と取締役会中心主義の相違があるため、自己倒産の決定権限も自然にそれぞれの国の立法理念を反映しなければならない。つまり、取締役会中心主義の国では、取締役会には倒産申立の権限を有しているが、株主総会中心主義の国では、倒産の申立という重要事項について、株主総会の決議によらなければならない。中国会社法は株主総会中心主義を取ったので、そのゆえ倒産の申立権も株主総会にあると解釈すべきである。そのほか、倒産の申立てはただの申請権にすぎず、決断権ではないが、倒産の申立が会社の解散・清算と類似的な効果につながるので、一般的な原則が適用され、株主総会の決議によらなければならないと思われる。そして、上場会社にとって、更生手続の申

立てに株主総会の決議が必要とされる。しかし、株主総会の招集・決議などが実務的に手続の煩雑さや期間の長期化などの問題が存在し、再生のチャンス逃れる可能性が高いと見られる。そのため、株主総会の決議をめぐって便宜的な措置も考えられる。例えば、会社の定款に「企業が経営の危機に陥った場合、取締役会に更生手続の申し立てる権限を託し、取締役会によって株主総会に上記の判断を報告する」などの条項を置いておく。また、たとえ定款に前記の条項がなくても、事前に行われた株主総会において委任決議をして、特定条件における申立の権限を取締役に委任することができる。

### 3、情報開示の内容

上場規則第11.11.9条によれば、上場企業が更生手続・和議手続・破産手続に関する情報開示を行うとき、取締役会の決議・株主総会の決議・労働者代表会議の決議・法律事務所の法律意見書などの書類を提出しなければならないとしている。しかし、実務では、自己倒産を除くと、取締役会の決議・株主総会の決議・労働者代表会議の決議などの書類がそもそも存在しない。また、和議手続や破産手続において、管財人が既に会社の管理権限をすべて引き継いでいたため、取締役会や株主総会がもともとの権限を失って、取締役会の決議や株主総会の決議などの書類も存しない。更生手続において、管財人が会社の管理権限を引き継ぐ場合、取締役会の決議や株主総会の決議などの書類が存在しないし、管財人が監督の職務にとどまる場合であっても、更生手続を主導する権限が債権者会議（ただし、いくつかの組からなっている）にあり、株主組が債権者会議の中の一つの組に過ぎず、更生手続の方向性を決める取締役会の決議や株主総会の決議がない。つまり、上場企業の倒産に際し、取締役会の決議・株主総会の決議・労働者代表会議の決議の情報開示を求める上場規則が滑稽なものであり、倒産法の規定、そして法律実務とは相容れない存在である。それに、企業破産法には労働者代表会議の決議に関する規定は一条もなく、労働者や労働組合の債権者会議に参加する権限を置くことにとどまった。たとえ更生手続であっても、単に労働者の給料が滞納され、つまり労働債権が存在する場合だけ、労働債権という組分けを設けるが、労働債権が存在しない場合、そもそも労働債権組を設ける必要性が一片もない。労働者代表会議は倒産法で定められた法定機関ではなく、倒産手続の進行についてなんら権限も持ってないので、そもそもその決議を求める意味がない。さらに、倒産手続の中で、法律事務所の法律意見書が法定事項だと定めた規定がなく、これを開示事項とする規定は、実務上では執行しにくい条項と言わざるをえない。

証券取引所の上場規則に潜む倒産法の立法・実務に抵触する規定は、早急に改正されるべきであろう。

### 4、更生手続の開始が上場廃止に一時停止の効果を与えるか

上場企業がその更生手続中において、二年連続で期末の純資産がマイナスになったり、四年連続の赤字になったり、時間的な基準で上場廃止の基準に抵触する可能性がある。もし、更生手続中に企業が上場廃止にされうると、企業を再生しようというスポンサーの意欲に大きなダメージを与えかねない。スポンサーにとって、当該企業の価値はその上場資格（訳者注：中国語では「殼資源」という）にあり、もし上場廃止が決まったら、スポンサーの目標自体が消滅して、更生手続が失敗に終わるほかない。そのため、更生手続が開

始されたとき、上場廃止一時停止の効果を付与すべきだという意見が主張されている。しかし、上場廃止の基準に抵触した企業を、株式市場から排除することこそ上場廃止制度の目的である。それに、更生手続中の会社に上場廃止一時停止の効果を付与すれば、上場資格を維持するため濫用的な更生手続が多発し、中国市場に根強く存在した欠陥をより深刻化させる逆効果をもたらすことになる。実務的には、投機的な取引を煽ぎ、その他理由で上場廃止になった企業との均衡性をなくし、投資家の利益と資本市場の秩序を守る趣旨と真っ向から抵触している。そのため、更生手続と上場廃止の関係は、いわばもろはであり、我々は総合的な判断をしなければならない。

ある説によれば、上場廃止の基準に抵触した企業は更生手続の適用の有無にもかかわらず、すべて上場廃止になるべきである。その同時に、他の説によれば、更生手続に入った企業にとって、たとえ上場廃止の基準に抵触したとしても、更生手続の結果が出るまでその上場廃止の一時停止がされるべきである。しかし、後者の意見をめぐって、既に上場廃止の基準に抵触した企業に上場廃止の規則を適用しない合理性、つまりこのような措置が証券法及び上場規則に反しないかという反論が出されている。それについて、証券法第56条によれば、上場廃止について「証券取引所が最終的な判断権を有する」としている。それに、上場規則第14.3.17条は、「本証券取引所の上場委員会が企業の上場廃止について審議し、独立した専門的判断を出す。本証券取引所は上場委員会の判断に基づき、上場廃止に関する決定をする」とした。もし単なる文理解釈にする分析が成立すれば、証券取引所は確かにその上場委員会の判断に基づき、上場廃止基準に抵触された場合でも、なお上場廃止の処分をしない余地がある。つまり、上記論理が成立すれば、更生手続に入った企業に対して上場廃止の処分を行わないことは、現行法との衝突が回避できる。また、上場規則の理解と執行は、証券取引所の判断を待っている状態である。

更生手続と上場廃止・上場廃止一時停止の間に必然的な関連を置かないこと、つまり更生手続の開始が証券取引所の自律的な管理権限を拘束しないことを、私は主張している。まず、このような処理は上場企業に早めに更生手続の開始を申し立てるよう促す効果があり、各利害関係者の利益を保護するとともに、会社を救うことになる。そして、もし上場企業に上場資格（中国語で「殼資源」）といういわゆる「財産」しか持たないとすれば、財産価値・継続企業価値のない企業を救うことは、更生手続の趣旨と真っ向から抵触したものと見られる。そのため、投機的な売買を抑制するためにも、正しい投資の理念を育成するためにも、両者の必然的な関係を切り離さなければならない。

#### 5、既存株主権利の調整・変更

上場企業の更生手続に際し、旧株主権利の調整に関する条項が取り込まれることがよくある。例えば、減資またはスポンサーや債権者への株主譲渡などがある。これについて、中国の法律は明確な規定を置いてない。アメリカでは、「絶対優先原則」という原則が存在している。当該原則によれば、会社が債務超過に陥った場合、債権者が全額の弁済をされないかぎり、株主は更生計画からいかなる権益も得られない。新しい連邦倒産法によれば、すべての組が更生計画を多数決で可決した場合、上記原則を適用しないことができ、更生計画を否決した組がある時に限り、絶対優先原則が適用される。また、一部の英米法

国家では、旧株主の支持を獲得するため、ときどき旧株主に一定数の株式を留保させたり、新株予約権を与えたりしている。韓国・統一倒産法によれば、更生手続において減資等の手続をする場合、減少する資本金の額・減資の方法を決めなければならない（韓国・統一倒産法205条1項）。減資は会社の資産・負債・収益能力等に基づかなければならない（同条2項）。会社が更生手続開始の時点で債務超過にある場合、発行済株式の二分の一以上を消却し、または2株以上のものを1株に併合する方法で、減資の措置を取らなければならない（同条3項）。会社の取締役・準取締役・社長などの重大な責任によって更生手続開始原因事実をもたらした場合、当該事実において責任がある株主及びその親族・その他大統領令で定めた特殊関係がある株主は、その所持する三分の二以上の株主を償却し、または3株以上のものを1株に併合する方法で、減資の措置を取らなければならない（同条4項）。このような法定減資の規定は、実務では悪い現実をもたらし、具体的に言えば経営権を維持しようとする大株主はすべての手段を尽くして融資に走るインセンティブがあり、最後の最後までようやく倒産という形で企業を手放すことになる。韓国では窮地に陥った企業の経営陣が迅速に更生手続開始の申立てをするケースがほとんど見られない<sup>2</sup>。

中国企業破産法には、既存株主権利の調整について法定の規則を設けておらず、実務でもケースバイケースで取り扱っている。今まで更生手続を適用した上場会社はほぼすべて債務超過の状態になっているが、既存株主権利の調整において異なった態度を取っていた。既存株主の権利を調整しなかったケース（例えば、S\*ST 朝華）も、非流通株の株主の権利だけを調整し、流通株の株主の権利を調整しなかったケース（例えば、S\*ST 星美）も、非流通株と流通株の株主の両方を調整したケース（例えば、S\*ST 北亜とS\*ST 宝碩）もある。株主権利の調整において適用された具体的な方法もそれぞれである。まずは株式の無償譲渡で、すなわち既存株主がその保有する一定数の株式を債権者又はスポンサーに無償で譲渡することである。また、無償譲渡の具体的な形も多少の相違があり、支配株主及び大株主だけに無償譲渡の義務をつけたケース（例えば、S\*ST 滄化）もあり、すべての株主に無償譲渡の義務をつけ、持ち株比率に応じて異なる比率を設けたケース（例えば、S\*ST 宝碩）もある。次は減資である。例えば、S\*ST 北亜の更生事件では、株式流通化の改革と既存株主の権利調整を合わせて、非流通株の株主から流通株の株主に一定数の株式を無償譲渡したうえ、すべての株主に対して一律で減資を行った。

中国が立法・司法解釈で債務超過の状態に陥った会社の更生手続において強制的な減資措置を適用させる方法を避けるべきだと、私が思う。まずは、このやり方は債務者の更生手続開始を申し立てるインセンティブを阻害し、更生手続のチャンスを逃しかねない。債務者の取締役が通常、大株主に選任され、または自分も株式を所有しているので、更生手続での権利喪失が必然的に彼らの判断にマイナスな影響を与える。次は、このやり方は既存株主が会社を救うインセンティブ（例えば、新しい資金を会社に投入すること）を阻害し、更生手続成功の可能性を下げるかもしれない。そのため、ケースバイケースの方法は

<sup>2</sup> 金星均「韓国公司重整制度立法的研究——与中国企業破産法（草案）相關規定比較」、中国政法大学博士論文、186頁以下

最も適切ではないかと思う。

なお、上場資格（殻資源）は既存株主の議決の根拠になってはいけない。上場資格は不確定なものであり、前述のとおり、上場資格が各種法定事由で廃止される可能性があり、更生手続中の会社にとっても例外ではない。そのため、上場資格の「価値」をもって議決権を要求することは、堅実な根拠を有していない。

#### 6、更生手続における法律等の競合

更生手続は極めて複雑な仕事であり、企業破産法のほかいくつかの法律・行政法規によって規定されている。しかし、中国の倒産法制、特に更生手続は、その出現からまだ短い歳月しか経ってない。倒産法以外の法律で更生手続について規定を置いた場合、企業破産法などの規定と抵触することもある。例えば、更生手続における株式の譲渡について、証券法の公開買付けの規定又は国有株の譲渡に関する規定と抵触するかもしれない。更生手続における資産の処分について、会社法の法人内議決手続又は中国証券業監督管理委員会の審査基準に抵触するかもしれない。前述した法律間の衝突及び法律と行政規制の関係をいかに調整するかは、更生手続の成否に深く関わっていることであろう。