

## 2017年における中国鉄鋼会社の更生についての典型的ケースのレビュー

趙坤成<sup>1</sup> Zhao Kuncheng 郝朝輝<sup>2</sup> Hao Chaohui

2012年以來、中国の鉄鋼産業は過剰生産、産業の集中度が低いこと、無秩序的な競争などの問題に悩まれており、大規模な赤字が現れ、次第に周期的な景気低迷に陥っている。政府や企業によって取られる様々な鉄鋼業界の景気回復を促進するための措置のうちに、市場指向の更生手続が大きな役割を果たしている。これによって重慶鉄鋼株式会社、東北特鋼集団有限会社その他の大手鉄鋼会社は債務危機から抜け出すことができ、再生を実現した。

### 一. 中国の鉄鋼産業における更生

#### (一) 中国の鉄鋼産業の発展状況

2012年以來、中国の鉄鋼産業の収益が激減し、鋼材価格が下落し、損失の範囲と額が大幅に拡大し、鉄鋼会社の経営が厳しくなり、産業発展の「厳冬期」が迎えた。2016年までに、政府の関連部門が一連の政策や措置を執り、過剰生産を解消することと、需要と供給の間の不均衡を緩和することを図った結果、業界の景気は若干回復した。しかし今のところ、総需要が低いのに対して、生産が過剰である局面に根本的な変化はまだ生じておらず、業界はまだ困難な局面にとどまっている。

#### (二) 中国の鉄鋼産業に更生を適用する利点

競争力がなく、質・効率・生産性が低い鋼鉄企業を市場から退出させるのに適した仕組みである破産手続に対して、更生は、債務危機に陥っているが、なお競争力があり、真の社会的価値を創造し続けることが可能な鉄鋼会社のための救済手続である。

鉄鋼会社に更生手続を適用する利点は、主に次の2つの側面に反映されている。

第一に、更生手続は、生産能力の余剰を効果的に削減し、生産性の構造を調整し、過剰な生産能力の排除や移転を可能とする。

第二に、企業の経済活動に適切に介入する法律上の手続としての更生手続

<sup>1</sup> 趙坤成、男性、King & Wood Mallesons 法律事務所パートナー。メールアドレス：[zhaokuncheng@cn.kwm.com](mailto:zhaokuncheng@cn.kwm.com)。

<sup>2</sup> 郝朝輝、男性、King & Wood Mallesons 法律事務所パートナー。メールアドレス：[haozhaohui@cn.kwm.com](mailto:haozhaohui@cn.kwm.com)。

は、すべての当事者の利益を効果的に調整し、その間にバランスをとることができる。さらに、企業の財務状況のさらなる悪化を遅れずに防ぎ、存在価値のある企業を存続させ、また破産によって生じる社会的なゆれを避けることができる。それによって社会の安定を維持し、また社会全体利益を最大化する。

### (三) 中国の鉄鋼産業における更生の特徴

鉄鋼産業の主な特徴は、大規模かつエネルギーの大量消費である。事業を維持するために、鉄鋼会社は、コストを効果的に削減し、かつ仕入原材料およびエネルギーの供給の安定性を確保するために、その規模を拡大し続け、かつ十分な資金を確保する必要がある。

上記の産業としての特徴により、鉄鋼会社の更生は、他の産業における更生手続とは異なる点がある。

第一に、更生手続が開始される鉄鋼会社は、一般的にいて、巨額な債務を負担している。2014年の海鑫鋼鉄更生案において同社は223億元の債務を負担した。2016年の東北特鋼更生案において同社は444.73億元の債務を負担した。2017年の重慶特鋼更生案において同社は385.45億元の債務を負担していた。

第二に、債務の構造が複雑である。通常、債権者の性質からみれば、一般的に、鉄鋼会社の債務には銀行、信用組合その他の金融機関に対して負担する金融債務、鉄鋼会社の事業活動に関係する債権者に対して負担する経営的債務、または従業員に対して負担する債務などがある。債務の種類の観点からみれば、信託ローン、リース料、委託貸付、労働債権などがある。

第三に、金融債務は巨額であって、地方のシステミックな金融危機を引き起こす可能性がある。エネルギー大量消費の鉄鋼会社・大規模な鉄鋼会社は、事業運営と発展を支援するために、長期にわたって、銀行等の金融機関からの多額な資金を借り入れる。従って、更生手続が開始される鉄鋼会社の債務負担において、金融債権は高い割合を占める。例えば、重慶特鋼が負担する金融債務は171.17億元あり、債務総額の44.42パーセントを占める。それが適切に処理されない場合には、中小銀行の自己資本比率などに対して悪影響を与え、ひいては地元の金融環境の悪化につながり、地域的なシステミックな金融危機を引き起こす恐れさえもある。

第四に、利害関係者は数多くおり、手続進行中に社会安定の維持は難しい。

鉄鋼会社が有する大規模、エネルギー大量消費、多くの従業員などの特徴は、その更生事件に関わる株主、債権者、従業員その他の利害関係者も多いことを導く。重慶鉄鋼更生案に株主は合計 17 万人以上、帳簿に記載された債権者は合計 2,800 人以上、従業員債権者は一万人近くとなる。この点は、どのようにすべての利害関係者と交渉・協議するか、どのように各利害関係者の要求に耳を傾け、より合理的な更生計画案を作成することを通じて、各方面の利益の間にバランスをとれるかについて、大きな課題を提示した。上記の問題が適切に処理されないと、集団的な事件が起こるおそれがあるため、更生手続において社会安定を維持する大きな困難に直面する。

第五に、更生計画案は、特定の問題に焦点を当てた、個性を有する特徴がある。同じ鉄鋼業界に属するといっても、異なる企業間で債務規模の大きさ、構造と運営状況に差がある。それに基づいて、各債権者の間に利益の均衡を図るために、各会社が直面するさまざまな問題に対して、異なる更生計画案を作成する必要がある。

例えば、東北特鋼更生案において、銀行間債券市場で重大な違反が 9 回発生し、契約違反によって生じる債務額が合計 58 億人民元となった。これに対して、スポンサーは債券保有者に対して追加的弁済をする意図は全くなかった。この事情を考慮して、更生計画案は、市場の債券につき硬直的償還（中国語では「剛性兑付」である。すなわち、社債市場では、どのような銘柄に投資しても、元本の償還と利息の支払いは固く守られることをいう。訳者注。）に対する期待を創造的に破り、無担保債権者の利益を平等に保護するとされていた。

重慶鉄鋼更生案において、「A + H 株式」（A 株式とは、中国法人によって発行され、中国の機構、組織または個人がそれにつき取引することができる株式という。H 株式とは、中国大陸に設立される法人が香港に上場するとき、その会社が発行する株式という。訳者注）を発行する上場企業である重慶鉄鋼の特別な地位に基づいて、中・小株主の利益を最大限に保障するために、上海証券取引所において、重慶鉄鋼の資本積立金を株式へ転換し、無償での増資引受け、かつ人民元の株式を消却する参考価格の算式が採用された最初のケースであり、香港証券取引所において初めて種類別の株主総会の召集が免除されるとした。

第六に、更生のモデルとして「再建型」の更生手続が採用される。2006 年に企業破産法が施行された直後、中国で更生手続が開始される上場会社のな

かで、「清算型」の更生手続が多く採用されている。すなわち、上場会社としての「殻」という希少な資源に焦点をあて、戦略的スポンサーを導入し、上場会社の元の主な事業内容を置き換えることを通じて、「借殻上場」（中国語では「借殻上市」。文言通りに、「殻を借りて上場する」意味である。すなわち、更生会社の上場会社としての資格を借りて、スポンサーが上場の目的を果たすことをいう。訳者注。）を実現したのである。これに対して、鉄鋼会社の更生において、更生会社の元の主な事業を保存する目的の下で、「再建型」の更生手続がとられる。すなわち、鉄鋼または関係製品の生産、製造などの事業の継続的経営を目的に、債権者の権利の実現の期限と期待を調整することを通じて、債務・資産の再編と会社の更生を実現する。

## 二. 鉄鋼会社の更生の典型的なケース分析

### (一) 重慶鉄鋼株式会社（以下「重鋼」。）更生案の基本的状況

重鋼更生案は、最高人民法院が公表した 10 件の 2017 年度典型的ケースとして選ばれ、「特別に重大かつ前例なし」と認められた。それは、同事件が今まで中国国内の最大規模な資産・債務に関わる国有上場会社の更生事件であり、同時に上海証券取引所と香港証券取引所に上場して、「A + H 株式」を発行する上場会社の最初の更生事件であり、鉄鋼産業の上場会社の最初の更生事件であるからである。

同事件の基本的な状況は次のとおりである。

#### 1. 重鋼の基本状況

1997 年 8 月 11 日に登録し設立された重鋼は、主に鉄鋼製造・加工・販売を業としている。その株式はそれぞれ香港証券取引所（以下「聯交所」）と、上海証券取引所の証券取引所（以下「上交所」）に上場し、取引されている。

#### 2. 更生前の資産および債務の状況

2016 年 12 月 31 日までに、重鋼の連結財務諸表において資産総額が 364.8 億元あり、債務総額が 365.45 億元あり、純資産総額がマイナス 1.07 億円あると表示されていた。2 年連続の赤字が原因で、2017 年 4 月 5 日に上海証券取引所から「上場廃止リスク警告」を受けた。2017 年 6 月末までに、その資産総額は 366.2 億元、債務総額は 376.6 億元であり、資産負債比率は 103%に達していた。

### 3. 重鋼の更生の経緯

債権者の申立てにより、重慶市第一中級人民法院は 2017 年 7 月 3 日に重鋼更生事件について受理決定を下した。

重鋼の更生計画案においては様々な措置がとられた。支配株主が保有する株式を譲渡させることを通じて、中国初の鉄鋼産業構造調整ファンドをスポンサーとして導入することが図られた。同社の具体的な状況に応じて、その産業競争力を再形成する計画案を作成した。無・低効率の資産を処分して得る収益を持って債務の弁済に充て、資本準備金を株式へ転換し更生債権の代物弁済をした。これらの措置によって、重鋼の一万余人の従業員、2007 余人の債権者、17 万人の中・小株主及び企業自らなど各利害関係者の利益が保護された。結果として、更生計画案は各組において高得票で可決された。

2017 年 11 月 20 日には、裁判所が再建計画を認可し、更生手続を終結する決定をした。12 月 29 日に更生計画の遂行完了を確認する決定を下した。

### 4. 更生の効果

重鋼が発表した 2017 年の年次報告書によれば、更生計画の遂行を通じて、2017 年に同社は獲得した上場企業の株主に配当できる純利益が 320 万元あり、黒字転換を実現した。

## (二) 東北特鋼の更生の基本状況

### 1. 東北特鋼の基本状況

東北特殊鋼集団（以下、「東北特鋼」）有限会社は、中国のハイテクに必要な高級な特殊鋼材料の開発・生産・供給拠点と認められ、長い間、中国の特殊鋼業界をリードする企業である。現在は、中国のトップ 500 の企業と中国の製造業のトップ 500 企業の一つとして認められる。

### 2. 資産および負債の状況

外部経済環境の変化、企業の債務の大幅な拡大または過剰な生産能力が完全に解消できないことが原因で、2016 年 3 月に、資産と負債の非合理的な構造等の複数の要因が影響して、東北特鋼とその 2 つの子会社が

深刻な経営危機と債務危機に陥った。

2016年9月末までに、東北特鋼は、銀行間債券市場で重大な違反を9回起こし、契約違反によって生じる債務額が合計58億人民元あった。上記3社は、総債務額が444.73億人民元あり、資産負債比率が84.35%ほどであった。

### 3. 東北特鋼の更生の経緯

東北特鋼等3社の私的整理が失敗した後、債権者らは大連市中級人民法院に対し、東北特鋼集団につき更生手続開始を申し立てた。2016年10月10日に、裁判所は、決定で更生手続開始申立てを受理した。同日に東北特鋼につき更生手続が開始された。

東北特鋼の更生手続進行中には、市場指向との原則に従って再建の方向性またはスポンサーを確定し、東北特鋼とその2つの子会社についての更生が一体として行なわれた。また、公平・公開・公正との原則に従ってスポンサーを選択し、最後には民間資本を導入し、公私所有混合を認める改革との政策とを融合させた。法の支配の原則に従って当事者間の利益の衝突を解決し、債券債権の法的性質を無担保債権と等しく扱い、公募債券投資者の公募債券に対する硬直的償還への市場の期待を破るとした。「債務留保」などの方法を通じて会社経営に必須の資産を保存し、「現金+借金」とのアプローチをもって債権者に企業の将来の収益を享受する機会を持たせた。

### 4. 更生の効果

更生後、東北特鋼の生産・経営の衰勢が急速に立て直され、主要生産指標が改善し始めた。2017年10、11月には、東北特鋼の生産・経営が新たな段階に到達し、経営と効率・収益が根本的に変化し、指標の各項目が年々更新された。10、11月には、東北特鋼集団有限会に対する受注量は、それぞれ153000トンまた、163,000トンがあった。年間受注量記録は2回連続更新され、10、11月の生産量は1月から9月までの平均月生産量より50%増えた。

## (三) 更生の典型的なケースについての分析

我が国が供給側の構造改革が力強く推進される背景の下で、重鋼及び東北

特鋼の更生は、特大規模の国有企業の改革、企業の債務危機の市場指向の解消方法に対する有益な試みと探索である。上記の2つの会社の更生の思想は、それぞれ直面している問題によって異なるが、更生の過程においていくつかの顕著な共通点を見出すことができる。

第一に、更生手続進行中に鉄鋼会社の正常な生産と運営を維持すること。鉄鋼会社が業務を停止した場合には、債権者の損失が拡大していき、企業の債務負担が悪化し、通常運転まで回復する難しさも増えていく。しかも、数多くの従業員が仕事を停止し待機させることも社会安定に不利な影響をもたらす。従って、鉄鋼会社の更生手続進行中には、会社の安定を極力維持し、作業を適切に促進し、更生手続の開始によって会社の経営・管理に停滞または混乱が発生することを防ぐべきである。営業継続の条件が満たされた場合に、会社は、自らが更生手続を通じて持続可能な発展の軌道に戻ることが最大限に保障するため、裁判所に対し継続営業の許可を申し立てるべきである。

第二に、「株式を持って債務弁済にあて」や「無償増資で債務を株式への転換」などの市場指向の債務返済方法を十分に活用すること。

重鋼更生案において、「株式をもって債務弁済に充てる」という市場指向の債務返済の方法をとり、株主等の権利を調整することを通じて、資本積立金を株式へ転換することをもって債務弁済に充てるとした。具体的には、重鋼のA株の総株式をベースとして、資本積立金を10:11.5の比率で株式へ転換し、これらの転換株式をもって、更生債務の弁済と更生費用の支払いに充てるとした。このような弁済方法によって、会社の総株式数が増加すると同時に債務との相殺をすることができ、しかも元株主が持つ株式の絶対数が減らないように、株式転換の前後に株の価格を変動しないようにすることもできる。それとともに、重鋼は債務危機から脱し、徐々にその経営能力と収益能力を回復させることを通じて、投資家全体が持つ同社の株式の実質価値を増加させ、中・小投資家の権利を最大限に保護することができる。

東北特鋼更生案においては、「現金+債務を株式への転換」という弁済方法を採用している。東北特鋼更生計画案において、少額債権の全額弁済について債権額の上限を設け、この上限を超えた残額について、一括弁済か株式への転換の方式をもって処理した。具体的には、50万人民元以下の無担保債権について債権者の希望に合わせて全額弁済とし、50万人民元を超えた部分について、非金融債権と債券所持者について、その希望に応じて、22.9%の弁

済率で一括弁済するか、株式へ転換するかを選択させた。50 万人民元以上の金融債権を全部株式へ転換した。

第三に、戦略的スポンサーを市場指向の方法で導入すること。現代経済社会による倒産手続が市場経済の規律に従うべきという要請を背景に、市場指向は更生手続を含む倒産手続の発展の方向になるだろう。市場メカニズム化した更生は、鉄鋼会社の伝統的な制度的メカニズムの限界を破り、革新的なアイデアや市場競争の概念の導入し、簡素かつ効率の高い経営・管理方法を確立し、強い市場競争力を持つ新しい鉄鋼会社を構築し、混合所有制の活力を十分に発揮することができる。

重鋼の更生案においては、四源合ファンド、重慶戦新ファンドが共同して設立した重慶長寿鋼鐵有限公司をスポンサーとして、更生作業に参加させた。四源合ファンドは、中国宝武鋼鐵集团有限公司とアメリカの投資ファンド・WL ロス、中美綠色ファンド、招商局金融集団と連合して設立した中国初の鉄鋼産業構造調整ファンドである。重慶戦新ファンドは重慶産業引導株投資ファンド、かつ重慶市国有企業が設立した株投資ファンドである。これらのファンドを導入したのは、単にその資金をもって上場会社の巨額の債務問題を解決するためだけではなく、更生会社の主要な事業に基づいて産業スポンサーを導入し、根本的に上場会社の収益能力を改善し、上場会社の更生を実現することを図るためである。

東北特鋼更生案の場合には、戦略的スポンサーの選択は、スポンサー候補者が「公平・公開・公正」の原則に従って競いあい、平等な主体としての利害関係者が、自己の意思決定に基づいて、リスクを自ら負担して、収益を自ら享受して方策を決める方式とされた。見積価格を競争して提出することまたは入札の繰り返しによって、民間企業寧波梅山保税港区錦程沙州株投資有限公司は、沙鋼集団の経営管理上の優いでた能力と 55 億人民元の投資案をもって、本溪鋼鐵集団の支配下の本溪鋼板材有限公司と共同して、東北特鋼更生のスポンサーになった。

上記の 2 例が鉄鋼産業の更生の典型的なケースとして、その経験は、市場指向かつ法的支配指向の更生手続はすでに、負債と経営の危機に陥った中国の鉄鋼会社が危機を乗り越え、再生を実現する重要な方法になったことを示す。

(翻訳：京都大学大学院法学研究科 覃佳笛)