慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	中国における株式を対価とする上場会社の買収と現金選択権
Sub Title	The choice of payment method in Chinese mergers & acquisitions
Author	朱, 慈蘊(Zhu, Ciyun) 陳, 宇(Chien, Yu)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2015
Jtitle	法學研究 : 法律・ 政治・ 社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.88, No.12 (2015. 12) ,p.41- 46
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	特集 企業再編の現代的課題 : 日中民商法比較の観点から(後編)
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20151228-0041

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

特集　企業再編の現代的課題――日中民商法比較の観点から（後編）

中国における株式を対価とする上場会社の買収と現金選択権

朱　慈　蘊*

一　はじめに
二　現金選択権の意義
三　現金選択権と反対株主株式買取請求権との比較
　(一)　両者の違い
　(二)　現金選択権のメリット
四　現金選択権の問題点
　(一)　現金選択権の価格決定
　(二)　現金選択権のジレンマ
五　おわりに

一　はじめに

中国においては、現金選択権は上場会社の買収に関する新しい制度である。二〇〇四年に「第一百貨」による「華聯商厦」に対する株式を対価とする吸収合併で初めて使われたと言われている。当時、中国会社法には株式買取請求権制度についての規定がなかったが、中小株主に退出機会を与えるために、当局からの要請と投資銀行の協力の下で現金選択権制度が導入された。この制度は、①中小株主に退出機会を与える、②買収の円滑化を図るためのものであり、反対株主の株式買取請求権の機能と類似点がある。その後、二〇〇五年改正会社法は、反対株主の株式買取請求権について明確な規定を設けた。そこで、現金選択権制度の位置付けを明らかにした上で、制度の改善を図る必要があると考える。

二　現金選択権の意義

深圳証券取引所や上海証券取引所の「現金選択権業務手引」（以下「手引」という）は、現金選択権の定義について次のように定めている。すなわち、現金選択権は、上場会社が合併、分割、買収等の重大事項を行うにあたって、当該上場会社の株主が、当該事項に関する契約等によって定められた価格で、所有する当該上場会社の株式の全部または一部を現金で当該上場会社または第三者に売却する権利である。

証券監督管理委員会の「上場会社買収管理弁法」（以下「弁法」という）は、「……法律上譲渡できる証券を買収対価とする場合、同時に対象会社の株主に現金方式という選択肢を提供しなければならない」（二七条）と規定している。さらに、弁法は、「……証券取引所に上場されていない証券を買収対価とする場合、同時に対象会

社の株主に現金方式という選択肢を提供しなければならない」（三六条四項）と定めている。

弁法の上記の規定は、「公開買付」の章に置かれているため、現金選択権の適用範囲について、公開買付のみを対象としている。これに対して、証券取引所の手引では、現金選択権の適用範囲が弁法より広い。

公開買付の対価は買収者が対象会社の株主に支払うものである。対象会社は株主総会を開く必要がないため、当然、反対株主の買取請求権は発生しない。現金選択権の付与を強制するのは、事実上中小株主に退出機会を与えることになる。

もっとも、株式を対価とする吸収合併事例では、存続会社と消滅会社の両方において、取締役会が合併契約を承認した上で、株主総会に上程し決議を行う。当該決議が可決された場合、反対株主は、買取請求権（または現金選択権）を行使しない限り、株式を対価とする吸収合併を受け入れざるを得ない。これに対して、公開買付の場合、対象会社株主は買付に応じるかどうか、現金選択権を行使するかどうかを選択できる一方、買取請求権を有していない。

三　現金選択権と反対株主株式買取請求権との比較

㈠　両者の違い

多くの論文は現金選択権と反対株主の買取請求権との関係について論じている。両者は互いに代替できる関係にあるとする意見もある。両者は確かに適用場面や効果に類似点があるが、法的性質や位置付けなどに明らかな相違点もある。

1、性質が異なる。買取請求権は会社法上株主としての権利である。現金選択権は株主に退出機会を与えるた

めに会社が任意で設けたものである。

2、法律関係が異なる。買取請求権は会社が株主から株式を買い戻すという関係を形成するが、現金選択権は株式の譲渡関係を形成する。

3、法律関係の主体が異なる。買取請求権の場合、一方の当事者は会社である。これに対して、現金選択権の場合、買収側会社は第三者を導入し、退出する株主から株式を購入することもできる。

4、価格が異なる。現金選択権の価格は合併契約の内容として取締役会が決定する事項である。中小株主は現金選択権の価格決定に関与することができない。これに対して、買取請求権の場合、株主が価格を受け入れられなければ、訴えを提起できるので、価格が変動する可能性がある。

5、現金選択権は効率性を重視するのに対して、買取請求権は中小株主利益の保護を重視する。

6、債権者の利益や会社資本への影響が異なる。買取請求権の場合、買い戻した自社の株式の消却で発行済株式数が減少し、債権者保護の問題をもたらす恐れがある。現金選択権の場合には、このような問題は存在しない。

㈡　現金選択権のメリット

現金選択権は、反対株主の買取請求権との相違点も見られるが、違う制度として採用するメリットがなければ、立法上反対株主の買取請求権に統合されることや、廃止されることもありうるであろう。実際には、現金選択権を採用することは、次のようなメリットがあると考える。

1、現金選択権は、買収交渉コストの削減と訴訟リスクの軽減につながる。

2、現金選択権は、買収決議の可決にプラス効果を持つ。

3、多くの現金選択権の事例は異議申し立ての制度を採用しない。これは手続上、法理上有意義である。

4、現金選択権条項は弁法二七条の趣旨と一致する。

5、第三者を導入し株式を購入できるため、会社の株式買取の資金圧力を軽減できる。

四　現金選択権の問題点

㈠　現金選択権の価格決定

現金選択権の価格決定は多様化の様相を呈している。以下は主な価格決定の方法である。

①取締役会決議日の前の年間平均価格または最高値を現金選択権の価格とする（一定のプレミアムをつける場合もある）。

②買収契約などの締結日の前日の終値を現金選択権の価格とする。

③取締役会決議日の前の二〇日間の平均価格を現金選択権の価格とする（一定のプレミアムをつける場合もある）。

これらの方法の中では③が最も多く見られるが、次のような弊害もある。

第一に、参考期間が短いため、経営者は自由に取締役会決議の公告日を決めて、思うとおりに価格を設定できる。

第二に、取締役会決議公告前の平均価格には吸収合併による相乗効果が反映されていない。

第三に、中国の証券市場はまだ未熟であり、株価と企業価値とは必ずしも一致しない。株価だけを基準とすると、退出する中小株主に合理的な対価を交付できない恐れがある。

㈡　現金選択権のジレンマ

1、現金選択権は投機的に使われる恐れがある。現金選択権の価格は通常決定後変動しないため、株主は買収提案ではなく株価の動向に関心が向かいがちである。株価が上昇傾向にある場合、株主は現金選択権を行使しないが、株価が下落傾向にある場合、現金選択権の行使価格と株価との間に価格差が生じており、株主は現金選択権を行使すると思われる。現金選択権をすべての株主に付与すると、株価が下落する場合、多くの株主は現金選択権を行使してしまう。そうなると、資金を提供する第三者に負担がかかる一方、株式の過度集中で上場廃止の恐れもある。

2、反対票を投じることを現金選択権の行使の前提とすると、買収提案が否決されてしまう恐れがある。反対票を投じることを前提とすると、現金選択権を行使したい株主は反対票を投じることになる。しかし、反対多数になると、買収提案が否決されてしまう。

3、投機行為を防ぐために現金選択権の価格を株価より低く設定すると、逆に株価の下落を招きかねない。株価が現金選択権の価格より低くなると、投機行為を行う余地が生じてしまう。

五　おわりに

現金選択権は中小株主や反対株主の利益をどこまで保護できるかを検討し、現金選択権の機能に対する評価を見直すべきである。現金選択権に大株主が少数株主を搾取することを防ぐ機能を期待すること自体に無理があると考える。

＊　清華大学法学院教授。陳宇（名古屋商科大学経済学部専任講師）訳。