



## 中国企業による対日投資の新たな高まり—その実務状況と課題— 執筆者:野村高志、早川一平

### はじめに

近年、中国企業による海外投資の増大が一大潮流となっている中、投資金額の面ではさほど比重は高くないものの、対日投資の実例も着実に増えています。

2009年から2010年にかけて、ラオックス、本間ゴルフ、レナウンなど中国企業による買収案件が立て続けに成立するなど、急増していた中国企業の対日投資案件は、2011年の東日本大震災や2012年の尖閣諸島問題を境として低調となっていました(そのような状況下でも、対日投資案件は常に存在していましたが)。ここ最近、日中間の経済交流の回復や来日中国人の急増、人民元高・円安要因などを背景に、中国企業の対日投資が改めて増えつつあるように思われます。上海に駐在する筆者(野村)の所にも、当地の中国企業から、対日投資関連の問い合わせが飛び込んできています。

弊所が過去に手掛けた案件には、買い手側中国企業が国有企業のケースや民営企業のケース、上場企業のケース等があり、また売り手側日本企業も、一部上場企業であるケースや非上場企業のケースがあり、出資形態もマイノリティ出資から100%買収まで、様々なものがありました。ただ後述するように、それらの案件においては、対日投資に特有といえる特徴が見られるように思います。

今回は、これまでの実務経験を踏まえて、最近の対日投資案件の実務状況やそのポイント、現在見られる様々な課題などを紹介します。なお中国企業の対日投資は、企業買収のほか不動産買収のニーズも高いのですが、後者は日本の不動産制度にかかる特有の問題も多いことから、本稿では主に企業買収を念頭に置くこととします。

### 1. 中国企業による対日投資の実務状況

#### 1.1 中国企業による対日投資をどう捉えるか

中国企業による対日投資に対し、日本国内ではネガティブなイメージも根強いように思われますが、これは肯定的に捉えることができ、また今後益々増加すると考えています。中国企業が成長・発展して海外に進出するケースが増える中で、その内の一定

本稿は、みずほ銀行発行のMizuho China Monthly(2015年10月号)掲載原稿をもとに加筆修正したものです。

本ニューズレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、弁護士の見解を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

数が日本に向かうのは自然なことだと言えますし、日本の国内市場がますます収縮していく中で成長戦略が描きにくい日本企業にとって、中国企業との資本提携は中国市場への参入・攻略のよい契機となり得ます。

実際、高い技術や広範な顧客層を有しながら、現状のままでも事業を維持することが困難となり、売却先・提携先・資金調達先を求めている日本企業は数多く存在すると言われています。また、多角的な事業を営む企業グループが、組織再編によって特定の事業を外部に切り出して売却するという事例も確実に増加しています。

そもそも中国企業と日本企業の間には、幅広い業種において潜在的な補完関係が見られます。例えば、製造業であれば日本側が優位性のある技術を保有し、中国側が国内市場での販売力(販売ルートや代理店網)を有している、サービス業であれば日本側がブランド力や事業ノウハウを有しており、中国側が中国での顧客開拓・集客を担えるなどのパターンにおいては、双方がうまく組み合わせれば高いシナジー効果が期待できます。実際、中国企業が日本企業への出資を考える場合、それを契機に技術・ノウハウやブランドを確立して、自社の中国市場におけるポジションを高めようと企図する例が多く見られます(対日投資であっても、真のターゲットは日本市場ではなく中国市場なのです)。

そのような場合は、日中の企業が資本提携により協力して中国市場を攻略するというシナリオが描けるかどうかで成果を左右すると言えます。その意味で、対日投資の成否はもっぱら双方企業のマッチングの善し悪しにかかっていますが、その点については後述します。

## 2 外資参入規制は極めて限定的

中国の投資家からよく尋ねられる質問として、「日本では外国企業(中国企業)による投資(特に企業買収)について、どのような許認可が必要なのか」というのがあります。中国では歴史的に外資による投資について許認可制をとってきましたし、中国人は概して政府の許認可については敏感であり、自ずと「日本も同様なのでは」と考えるのかもしれませんが。

実際には、海外から日本への投資は原則的に自由に行うことができ、ただ一部の業種については個別の法令により制限があるに止まります(例:航空法、放送法、電波法及び金融関連法令等)。いわゆる「対内直接投資」(外国為替及び外国貿易法第26条)に該当する場合も、大部分の場合は事後報告で足り、事前届出が必要となる産業分野は限定されています(航空機、武器、原子力、宇宙開発、エネルギー、通信、放送、鉄道、旅客運送、石油等)。

日本は制度上、海外からの投資について自由度の高い国であるという事実は、中国で更に広く知られてもらいたいと思います。もっとも、中国企業や投資家の間では、「法制度上の外資(中国企業)に対する参入規制は特に無いとしても、事実上または政府の政策による参入規制があるのではないか」との懸念も広く見られるように感じられます。

なお他方で、中国企業が海外投資を行う場合に、中国において必要となる、国外投資に関する関連政府部門の手続きがいくつかあり(詳細は後述します)、実はこちらの方が複雑で手間と時間を要するのですが、中国企業側の認識が十分ではないケースも多く、注意を要します。

## 3 企業買収の実務プロセス

企業買収のプロセスについては、通常の日本国内買収案件と基本的には同様です。案件の規模・内容にもよりますが、非上場の対象会社の株式買収の流れは、概ね以下のとおりです(①～⑥までの期間は、中小規模の非上場企業を対象会社とする場合、少なくとも約3か月～6か月程度です)<sup>1</sup>。

なお対象会社が上場会社である場合の株式取得の流れも基本的には同様ですが、金融商品取引法に関連して、公開買付規制、大量保有報告書の内閣総理大臣(金融庁長官)への提出、インサイダー取引規制などの点に留意が必要となります。

### ① 対象会社の選定及びコンタクト

買収対象の企業を選定し、買収の可否を打診します。競争入札の実施や相対での取得など様々なケースがあり、この段階で確度の高い情報を収集すると共に買収の成否についての正確な見通しを持つことが重要です。

<sup>1</sup> 案件毎の特殊性や対象会社の協力の有無、対内投資に関する関連政府部門の手続き、独占禁止法に基づく審査期間の要否等の様々な事情により変動することに留意が必要である。

② 秘密保持契約書<sup>2</sup>の締結

事業、財務、会計、法務その他について詳細な調査をした上で対象会社の価値を判断するために、買主は売主又は対象会社から情報の提供を受ける必要があります。その前提として、買主が売主や対象会社と秘密保持契約を締結します。

③ 基本合意書<sup>3</sup>の締結

買収当事者間で買収に係る基本条件が合意に至った時点で、基本合意書を締結するのが一般的です<sup>4</sup>。基本合意書の締結は、スケジュールの明確化や、買主に排他的交渉権を与えることで交渉を促進させる目的でなされることもあります。

④ デューデリジェンス

デューデリジェンスとは、企業買収・企業再編等の M&A 取引の実施にあたり、関連当事者がその意思決定に直接・間接に影響を及ぼすような問題点を調査・検討する手続きをいい、取引実行の障害となるビジネス・会計・税務・法律等に関する問題点の発見等を目的として実施します。

⑤ 最終契約書の締結交渉

交渉の結果、すべての条件が合意に至ると、最終契約書(株式譲渡であれば「株式譲渡契約書」等)を締結します。

⑥ クロージング

最終契約書に規定されたクロージング条件を充足すると、クロージング(株式譲渡)の実行となり、クロージング書類の引渡しや譲渡代金の決済、(対象会社が株券発行会社であれば)株券の授受、株主名簿の名義書換え等の手続きが行われます。

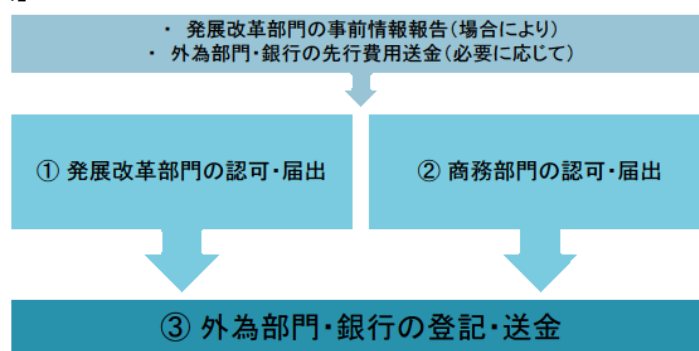
#### 4 中国における国外投資の手続き

前述した通り、中国企業が国外投資を行う場合に中国国内において行う必要がある関連政府部門の手続きが複数存在します。これらを完了しなければ、買収代金の海外送金が行えないため注意を要します。これらの手続きを完了することは、クロージング段階における取引実行の前提条件と位置づけられる例が多いと思われます。

具体的な手続きとしては、以下のものがあります。近年の法改正により、大幅な規制緩和がなされています。

- ① 発展改革部門(国家発展改革委員会等)の認可・届出手続き(場合により事前情報報告)<sup>5</sup>
- ② 商務部門(商務部等)の認可・届出手続き<sup>6</sup>
- ③ 海外直接投資外為登記手続き(銀行で行う)<sup>7</sup>

#### 【中国における国外投資手続図】



<sup>2</sup> 秘密保持契約書には、秘密情報の定義や取扱い、秘密保持の期間、当該株式買収を中止した場合の情報の取扱い及び義務違反時のペナルティ等を規定する。

<sup>3</sup> LOI(Letter of intent)や MOU(Memorandum of understanding)と呼ばれる。基本合意書には、株式買収に向けた当事者の意向の確認、Exclusivity、買収ストラクチャー、買収金額、デューデリジェンスの実施及び協力、役員・従業員の引継ぎと雇用条件、最終契約日、クロージング日、その他具体的案件に応じた当事者間の認識を共有しておくべき事項などが規定される。

<sup>4</sup> 基本合意書の重要な条項について法的拘束力を持たせるか否かは、ケースバイケースで要検討事項である。

<sup>5</sup> 「海外投資プロジェクト許可と届出管理弁法」第7条、第8条、第10条

<sup>6</sup> 「海外投資管理弁法」第6条

<sup>7</sup> 「直接投資外貨業務操作指引」2.2

上記に関して、①発展改革部門及び②商務部門の手続は、中国側の投資額に応じて、許可又は届出<sup>8</sup>を行います。①発展改革部門と②商務部門の手続に特に順序がなく、並行手続が可能(国有企業及び上場企業の場合も同様)です。②商務部門の認可手続の場合、認可申請する前に契約締結をする必要<sup>9</sup>があり、商務部門の届出手続の場合、通常、送金の前までに契約締結が必要となります。

その他に事案に応じて必要となる中国側の手続きとして、①国有企業による投資の場合に、国有資産管理部門における認可・届出<sup>10</sup>と「財産権立案登記」、「財産権占有登記」<sup>11</sup>、②国外投資行為が中国の独占禁止法の「事業者集中」を構成する場合に、商務部に対する申告手続き<sup>12</sup>があります。

いずれも、各手続き自体に一定の手間を要することも含めて、案件のスケジュールに大きく影響する事項であり、十分な留意が必要です。

## 2. 現状見られる実務的な課題

上記のプロセスの中で、実際には、日本国内企業同士の買収案件には見られないような難題や障害が現れてきます。

よく言われるのが、「言語の壁」(中国側は中国語しかできない方が多く、日本側には中国語人材が不足しており、通訳を介したやり取りの中で意思の疎通がスムーズにいかない事態がしばしば生じる)に加えて「文化の壁」(日本人と中国人では、思考のパターンや交渉スタイルが相当異なっており、どちらもその差をよく認識していないため、些細な行き違いから誤解が生まれやすい)の存在です。

また、中国企業の対日投資の歴史が浅いこともあって、日本の法律、会計・税務、更には社会制度(特に商習慣)に対する知識・情報が不足している例が多く見られます。

こういった状況を背景として、買収プロセスの様々な場面で問題が生じがちです。以下、実務の現場でよく見られるパターンを買収プロセスの各段階毎に紹介したいと思います。

### 1 対象会社の選定及びコンタクトの段階

中国企業の対日投資に関しては、それを仲介・サポートするアドバイザーがまだまだ未発達の段階にあると感じます(これに対して、日本企業の中国投資については、日中間の交流団体、日系銀行、証券会社、会計事務所、法律事務所等、それを仲介・サポートするアドバイザーの厚い層が存在します)。その結果、対日投資における日中企業間のマッチングは、専門のアドバイザーが行う例ばかりではなく、いわゆる「顔の広い」個人がその人的ネットワークをベースに行っている例も多く見られます。この場合は、ビジネス上のシナジーの検討が深くなされないまま、行き当たりばったりで話が進み、容易に暗礁に乗り上げる例も多いものと推察されます。

加えて、日中の企業間のマッチング自体に様々な難しさが存在します。双方の思惑に大きなギャップがあることは珍しくなく(中国側はマジョリティ出資による支配権取得を要望する傾向が強く、他方で日本側は支配権を渡すことに慎重な例が多い等)、また日本側に、中国企業に対する警戒心や心理的障壁があることもしばしばです。双方企業間で思惑が一致したとしても、株主、従業員や取引銀行の説得が難しいという話も聞きます。

両者が資本提携する結果、相互のメリットを明確にすることが重要であり、協力して中国市場を攻略するためのシナジーを生み出していけるかがポイントと思われます。

<sup>8</sup> 「海外投資プロジェクト許可と届出管理弁法」第7条、第8条、第10条

<sup>9</sup> 「海外投資管理弁法」第10条第2項第3号参照

<sup>10</sup> 「中央企業海外投資監督管理暫行弁法」及び各地方の関連規定

<sup>11</sup> 「海外国有資産権登記管理暫行弁法実施細則」第2条

<sup>12</sup> 「独占禁止法」第21条

## 2 デューディリジェンスの段階

法務デューディリジェンス(以下「DD」)は、通常、下記の要領で実施されます<sup>13</sup>。

	プロセス	具体的作業
①	事前準備段階 (買主側)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・買主と法律事務所の事前協議と準備</li> <li>・関係者によるキックオフ会議</li> <li>・買主(弁護士)から資料の請求、売主及び/又は対象会社による資料の準備</li> </ul>
②	DD 実施期間 (買主・売主双方)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・売主及び/又は対象会社による資料の開示、その検討</li> <li>・対象会社(担当者)へのインタビューの実施</li> <li>・法律問題の調査及び検討</li> <li>・(必要に応じ)法務 DD 結果の中間報告、追加の資料請求とインタビューの実施</li> </ul>
③	DD 実施期間 終了後	<ul style="list-style-type: none"> <li>・法務 DD 結果の報告書作成、買主への最終報告(必要に応じて追加 DD の実施)</li> </ul>

日本企業を対象とする DD の効果的な実施には、中国企業側にも日本の法律、会計・税務や、社会制度ないし商習慣に対する一定の知識・理解が欠かせませんが、現状ではまだまだの状況にあるのは前述した通りです。

これに加えて、日本の法律事務所や会計事務所に DD を依頼せず、中国の法律事務所や会計事務所が実施している例があったり、または DD そのものを実施しないか、単に形だけしか実施しない例も存在します(DD の意義・活用方法への理解不足によるものと言えます)。

また、よく見られる問題として、DD 実施の設定期間が不合理に短く、十分な実施が困難になることがあります。中国企業に対して DD の意義・必要性をよく説明し、理解を得るよう努める必要があります。

## 3 最終契約書の締結交渉

買収契約の主な条項には、以下のものがあります。

- ・ 株式の譲渡(株式譲渡)/発行・引受(第三者割当増資)
- ・ クロージングの前提条件/代金の払込/株券の引渡し
- ・ 表明・保証/誓約
- ・ 解除/損害賠償
- ・ (株式譲渡制限)
- ・ 秘密保持
- ・ 準拠法/紛争解決方法
- ・ 契約の言語
- ・ (事業提携のための付随契約:製造契約/販売契約/ライセンス契約等)

契約交渉に関しては、DD と同様、交渉期間の設定が不合理に短いことがしばしばあります。一般的には、買収契約書は中国語及び日本語で作成され、修正が入るたびに両言語とも翻訳が必要となるため、ドラフト修正版のやり取りには毎回時間を要します。しかも中国側が日本側に回答を急がせることもあり、次第にスケジュールが厳しくなるのが通常です。

また、中国側から提示される契約条件や出資スキーム案が、しばしば急に変更され、その理由について詳しい説明がなされないことがあります。特に出資スキームに関し、出資の主体が突如、当該企業グループ内の他の企業に変更されたり、香港やケイマン諸島所在の持株会社に変更されたりする例がよく見られます。そのたびに日本側では、新提案の目的・内容の分析や、受け入れ可能かどうかの検討に追われることになり、「種々検討したが、これこれの理由で受け入れが困難」と回答すると、あっさり撤

<sup>13</sup> 法務 DD においては、対象会社についての①会社・組織、②株式、③業務(契約)、④資産・負債、⑤知的財産権、⑥人事・労務、⑦訴訟・紛争、⑧環境・許認可・コンプライアンス等について調査するのが一般的である。所要時間は案件の規模や内容、当事者の意向等に左右され、1 か月程度のものから2~3 か月、又はそれ以上のもの等、様々である。

回され、すぐまた新たな提案が出されたりします。

こういった状況は、従前の日中合弁事業に関する交渉でもしばしば見られたものですが、この場合に契約書ドラフトや質疑応答のレターを応酬するだけでは中国側の本音がなかなか見えてこないため、交渉が紆余曲折したり行き詰まったりしがちです。中国側の交渉担当者及び決定権者とダイレクトにかつ密接にやり取りをする中で、中国側の本音や現実的な落とし所を探る工夫が重要です。

#### 4 クロージングの段階

次に、クロージングに関して述べます。取引実行の前提条件については、基本的には日本国内の買収案件と同様ですが、前述したように中国での国外投資に関する関連政府部門の手続きの完了が必要となるため、買収契約における取引実行の前提条件において、この点を規定します。もっとも、かかる中国国内の手続きの内容や必要性について、中国側がきちんと認識・理解していないことも多く、民営企業の場合は政府部門の手続きに消極的な姿勢を取ることもあり、日本側から説明・説得を行うこともあります。

クロージングの最重要事項である代金支払いについては、対象会社の株券交付との同時履行が実際上難しいケースが見られます。その理由は、買収側中国企業が日本国内に銀行口座を有していない場合、日本国外の銀行口座から日本側の指定する銀行口座に送金して支払うこととなりますが、中国国内の銀行から送金する場合は中国国外への外貨送金となり、日本国内の日本側の指定する銀行口座に入金されるまで数日を要することがあります。そのため同一の日に代金入金の確認と株券の交付ができないことになるので、予め具体的な決済方法・手順をよく協議し、買収契約にも明確に規定しておく必要があります。

### 3 今後の展望

以上述べた通り、中国企業による対日投資は、まだまだ始まったばかりの初期段階にあるとも言え、現状では様々な課題があることは否定できません。ただ、これらの課題の多くは、日中双方の事情に通じたアドバイザーが適切な仲介役を務めることにより、相当程度解消できるのではないかと考えられます。

日本企業の対中投資は、十数年前までに比べると大幅に参入の障壁が低減していますが、その理由の一つが日中双方にわたる豊富な専門家アドバイザー層にあることを考えると、今後は中国から日本への投資に関しても、次第に専門的なアドバイザーの厚い層が形成されていき、多数の成功事例の登場に繋がるのではと期待しています。



のむら たかし  
**野村 高志**

西村あさひ法律事務所 上海事務所代表 弁護士  
[ta\\_nomura@jurists.co.jp](mailto:ta_nomura@jurists.co.jp)

早稲田大学法学部卒業。1998年弁護士登録。2001年より西村総合法律事務所に勤務。2004年より北京の対外経済貿易大学に留学。2005年よりフレッシュフィールドズ法律事務所(上海)に勤務。4年半の中国滞在を経て2010年に現事務所復帰、2014年より現職。

専門は中国内外の M&A、契約交渉、知的財産権、訴訟・紛争、独占禁止法等。ネイティブレベルの中国語で、多国籍クロスボーダー型案件を多数手掛ける。

2012年～2014年 東京理科大学大学院客員教授(中国知財戦略担当)。

主要著作に「中国での M&A をいかに成功させるか」(M&A Review 2011年1月)、「模倣対策マニュアル(中国編)」(JETRO 2012年3月)、等多数。



**早川 一平**

西村あさひ法律事務所 アソシエイト 弁護士  
[i\\_hayakawa@jurists.co.jp](mailto:i_hayakawa@jurists.co.jp)

2008年慶應義塾大学法学部卒業。2010年慶應義塾大学法科大学院修了。2011年第二東京弁護士会登録、西村あさひ法律事務所に勤務。2013年北京語言大学(語学研修課程)卒業。

専門は日本国内の会社法務全般、中国内外の M&A、中国現地法人の会社法務等。

当事務所の中国プラクティスは、日本と中華人民共和国間の国際取引及び中国内の法務案件に止まらず、香港・台湾・シンガポール等の中華圏やその他の国・地域に跨るクロスボーダーの国際取引を幅広く取り扱っております。例えば、対日・対中投資、企業買収、契約交渉、知的財産権、コンプライアンス、独占禁止法、ファイナンス、労働、訴訟・紛争等の取引について、豊富な実務経験のある日本および中国の弁護士が中心となってリーガルサービスの提供を行っています。本ニュースレターは、クライアントの皆様のニーズに即応すべく最新の法務関連情報を発信することを目的として発行しております。

**東京事務所 中国プラクティスグループ**  
〒107-6029 東京都港区赤坂 1-12-32  
アーク森ビル  
Tel: 03-5562-9260 Fax: 03-5561-9711  
E-mail: [eapg@jurists.co.jp](mailto:eapg@jurists.co.jp)  
URL: <http://www.jurists.co.jp>

**北京事務所**  
〒100025 北京市朝陽区建国路 79 号  
華貿中心 2 号写字楼 4 層 08 号  
Tel: +86-10-8588-8600 Fax: +86-10-8588-8610  
E-mail: [info@juristoverseas.cn](mailto:info@juristoverseas.cn)

**上海事務所**  
〒200040 上海市静安区南京西路 1601 号  
越洋広場 38 階  
Tel: +86-21-6171-3748 Fax: +86-21-6171-3749  
E-mail: [info\\_shanghai@juristoverseas.cn](mailto:info_shanghai@juristoverseas.cn)