

2012 年 7 月 2 日 全 7 頁

中国：上場廃止プロセスの迅速化・透明化

株式市場の健全化には株式発行制度の改善も不可欠

経済調査部
齋藤尚登

[要約]

- 上海証券取引所と深圳証券取引所は、2012 年 6 月 28 日付けで新規定を発表、上場廃止基準を強化すると同時に、上場廃止決定プロセスの迅速化と上場廃止後の店頭での取引といった一連の流れの透明性を高めるとしている。
- 新規定では、上場暫定停止後の上場再開に必要な条件として、直近事業年度で非経常性損益の控除前、控除後の純利益がともにプラスとなることを求め、上場再開申請に必要とされる補足資料の提出期限は累計 30 営業日以内と定めた。これらは、上場暫定停止後の起死回生策をある程度抑制し、円滑な上場廃止が図られると評価する声もある。しかし、起死回生策の導入が前倒しになるだけで（上場暫定停止となる前の特別処理の段階で対策を行う）、実態はあまり変わらないと強く懸念されることも事実であろう。
- 株式市場の健全化には、資金調達をしたい健全な会社が、株式市場に容易にアクセスできるよう、株式発行制度の改善が同時に行われる必要があらう。

株式市場の健全化には株式発行制度の改善も不可欠

上海証券取引所と深圳証券取引所は、2012 年 6 月 28 日付けで「上海証券取引所上場会社上場廃止制度の改善に関する方法」と「深圳証券取引所メインボード・中小企業ボード上場会社上場廃止制度の改善に関する方法」を発表した。上場廃止基準を強化すると同時に、上場廃止決定プロセスの迅速化と上場廃止後の店頭での取引といった一連の流れの透明性を高めるとしている。

中国では、上場会社の質的向上を目的に、3 年連続で赤字決算となった会社の上場を暫定停止にし、4 年連続で赤字の場合に上場廃止としているが、実際のところ、吸収・合併を除き、上場廃止となることはほとんどない。特に地方政府にとって、メインボードの上場会社はその地方を代表する大切な存在であり、地方政府の意向で上場暫定停止後に親会社やグループ会社から優良資産の注入が行われたり、あるいは、別会社を買収（別会社が裏口上場を行う）されたりして、上場廃止目前の会社が不死鳥の如く甦るためである。従来は、上場再開審査に必要とさ

れる補足資料の提出期限が定められていなかったために、意図的に提出を先延ばしにし、何年も上場暫定停止のまま、打開策を探るというケースもみられた。このため、マーケットでは、ファンダメンタルズでは評価されないはずの*ST 銘柄（上場廃止リスクを警告する特別処理銘柄）が、今後の起死回生策の導入を期待して人気化するといったことが日常化していた。

今回の新規定では、上場暫定停止後の上場再開に必要な条件として、直近事業年度で非経常性損益の控除前、控除後の純利益がともにプラスとなることを求め、上場再開申請に必要とされる補足資料の提出期限は累計 30 営業日以内と定めた。これらは、上場暫定停止後の起死回生策をある程度抑制し、円滑な上場廃止が図られると評価する声もある。しかし、起死回生策の導入が前倒しになるだけで（上場暫定停止となる前の*ST の段階で対策を行う）、実態はあまり変わらないと強く懸念されることも事実であろう。

現地取材では、親会社やグループ会社からの優良資産の注入による起死回生策には、経営そのものが変わらなければ、単なる延命策にすぎないと批判的である。一方、別会社による買収は、①IPO の順番待ち会社が数百社に上るなか、上場予備軍にとって、経営の立ち行かなくなった上場会社を買収して上場を果たす「裏口上場」はひとつの合理的な方法である、②別会社による買収なので、利益獲得能力等のない会社が消滅し、質的に優れた上場会社が誕生する可能性がある、との声が聞かれた。今回の新規定でも、裏口上場は奨励もしないし、禁止もしないとの扱いになっている。結局のところ、裏口上場の問題の解決、さらには株式市場の健全化のためには、資金調達をしたい健全な会社が、株式市場に容易にアクセスできるよう、株式発行制度の改善が同時に行われる必要があるだろう。

上場廃止プロセスの迅速化・透明化

「上海証券取引所上場会社上場廃止制度の改善に関する方法」と「深圳証券取引所メインボード、中小企業ボード上場会社上場廃止制度の改善に関する方法」の内容はほぼ同じであり、以下では上海証券取引所の新規定の概要をまとめた。

(1) 上場廃止基準の追加

従来の上場廃止基準には、財務基準、市場取引基準、規定遵守基準、主体資格存続基準などがあるが、今回 6 項目が新たに追加される。具体的には、以下の通りである。

- ① 直近事業年度で純資産がマイナスとなった場合、もしくは、前年度の財務報告を遡及修正した結果、直近事業年度で純資産がマイナスとなった場合は、上場廃止リスクを警告する特別処理（*ST）に指定し、2 年連続で上場暫定停止、3 年連続で上場廃止とする、
- ② 直近事業年度で営業収入が 1,000 万元を下回った場合、もしくは、前年度の財務報告を遡及修正した結果、直近事業年度で営業収入が 1,000 万元を下回った場合は、*ST に指定し、2 年連続で上場暫定停止、3 年連続で上場廃止とする、

- ③ 直近事業年度の財務報告に対して、公認会計事務所が意見を表すことができない、もしくは、否定的な意見を表明した場合は、*ST に指定し、2 年連続で上場暫定停止、3 年連続で上場廃止とする、
- ④ A 株のみを発行する上場会社では、120 営業日累計の株式売買高が 500 万株（深圳中小企業ボードは 300 万株）を下回った場合、B 株のみを発行する上場会社では、120 営業日累計の株式売買高が 100 万株を下回った場合、A 株と B 株の両方を発行する上場会社では、A 株と B 株が同時に上記規定に抵触した場合、上場廃止とする、
- ⑤ A 株のみを発行する上場会社では、20 営業日連続で終値が一株当たりの額面を下回った場合、B 株のみを発行する上場会社では、20 営業日連続で終値が一株当たりの額面を下回った場合、A 株と B 株の両方を発行する上場会社では、A 株と B 株が同時に上記規定に抵触した場合、上場廃止とする、
- ⑥ 3 年連続の赤字決算や、上記①～③の要因で上場暫定停止となった後、直近事業年度の会計監査済財務報告が法定期限内に発表できない場合は、上場廃止とする。

(2) 上場暫定停止後の上場再開に必要な条件の厳格化

上場会社が純利益、純資産、営業収入、公認会計事務所の意見などの問題で、上場暫定停止となった後に、以下の 7 つの条件を同時に満たす場合に限り、上場再開申請の提出が認められる。証券取引所が上場再開の可否を決定し、再開が認められた場合、一定期間は上海証券取引所では今後新設予定の「リスク警告ボード」で取引を行う（深圳証券取引所ではリスク警告ボードは設けられず、*ST の表示を行う）。

- ① 直近事業年度で非経常性損益の控除前、控除後の純利益がプラスとなった場合、
- ② 直近事業年度で営業収入が 1,000 万元を下回っていない場合、
- ③ 直近事業年度で純資産がプラスとなった場合、
- ④ 直近事業年度の財務報告に対して、公認会計事務所が、否定的な意見を表明したり、意見を表すことができない、ということがない場合、
- ⑤ スポンサーが調査後に、上場会社に持続的な経営能力があると認める明確な意見を発表する場合、
- ⑥ スポンサーが調査後に、上場会社のコーポレートガバナンスや運営規範が健全で、内部コントロールに重大な欠陥がないと認める明確な意見を発表する場合、
- ⑦ 証券取引所の「株式上場規則」が規定する上場暫定停止や上場廃止基準に抵触する状況がないこと。

(3) 上場廃止決定プロセスの迅速化

- ① 上場会社が上場廃止基準に抵触した場合、証券取引所は 15 営業日以内に上場廃止の決定を行う、
- ② 上場暫定停止となっている会社が、上場再開もしくは上場廃止の申請を行う場合、証券取引所は 30 営業日以内に決定を行う。ただし、上場会社による補足資料の提出期限は審査期間に含めない。補足資料の提出期限は、累計 30 営業日を超えてはならず、それができない場合、証券取引所は、期限内に提出された資料に基づき、審査を行う。

(4) リスク警告ボードの設立

- ① 現行の上場廃止リスクを警告する特別処理（*ST）制度の改善を目的に、「リスク警告ボード」を設立し（上海証券取引所のみ設立、深圳証券取引所は現行の*ST 制度を継続）、そこで集中的に取引を行う。リスク警告ボードの設立は 2013 年初めを予定する。証券取引所はリスク警告ボードの上場会社に値幅制限など取引制限を実施し、情報開示の厳格化や取引情報の表示などを行う、
- ② 証券取引所による上場廃止の決定後、証券取引所は当該銘柄に対して、30 営業日の上場廃止整理期間を与え、リスク警告ボード（深圳証券取引所では上場廃止整理ボード）での取引を行う。上場廃止整理期間終了後、当該銘柄を上場廃止とする。

(5) 上場廃止後の株式譲渡システムの提供

上場廃止後、会社は、全国的・地域的な株式譲渡代行システム（店頭市場）、もしくは上海証券取引所が新たに設置する株式譲渡システムに移管して、株式譲渡を行う。会社がどの株式譲渡システムに移管するかを指定しない場合、上海証券取引所の株式譲渡システムに移管する（深圳証券取引所には株式譲渡システムは設置されないため、全国的・地域的な株式譲渡代行システムに移管）。上海証券取引所が提供する株式譲渡システムでは、上場廃止企業の株主や機関投資家、条件を満たす個人投資家のみが参加を認められる。

(6) 上場廃止後の再上場制度の構築

上場廃止後に、再上場を申請する場合は、基本的に新規上場と同じ条件が求められる。会社が、上場廃止に関連する手続き等に協力的でなかった場合、証券取引所は上場廃止後 3 年間、同会社の再上場申請を認めない。再上場が認められた場合、一定期間はリスク警告ボードで取引を行う。

(7) 新旧規定の適用方法

- ① 新規定発表前に上場暫定停止となっている会社の上場再開もしくは上場廃止については、
1) 2012 年 1 月 1 日以前に上場暫定停止となった場合、証券取引所は 2012 年 12 月 31 日までに、上場再開・上場廃止の決定を行い、2) 2012 年に上場暫定停止となる会社の場合、会社が 2012 年の年報発表後に期限内に上場再開申請を提出し、証券取引所がそれを受理した場合、証券取引所は 30 営業日以内に上場再開か上場廃止かの決定を行う（補足資料の提出期限等は既述の通り）、
- ② 純資産、営業収入、公認会計士による意見という新たに増えた基準は、遡及適用を行わない。
2012 年の年度報告が直近 1 年となる、
- ③ 新たに増加した株式売買高と終値の基準は新規定発効後、直ちに適用が始まる、
- ④ リスク警告ボード、上場廃止会社の株式譲渡システム、上場廃止会社の再上場については、関連規定の制定や技術的な準備が整い次第実施する。具体的な実施日等は別に通知する。

なお、従来、深圳証券取引所の中小企業ボードには、*ST、上場暫定停止、上場廃止に関する特別な規定が設けられていたが、今回の規定変更により、基本的にはメインボードの規定と同じになった。メインボードとの違いは、①上場廃止基準のひとつである、120 営業日累計の株式売買高がメインボードの 500 万株以下に対して、深圳中小企業ボードは 300 万株以下となっていること、②直近 36 ヶ月以内に深圳証券取引所より累計 3 回の公開譴責を受けた場合に上場廃止となる、というメインボードにはない上場廃止基準が設けられている、の 2 点である。

以上

図表 1 上場廃止リスクを警告する特別処理 (*ST) に関する規定

	旧規定	新規定
純利益	・直近2事業年度連続で赤字を計上した場合 ・財務報告に重大な誤りや虚偽記載があり、それを上場会社が自主的に修正、もしくはCSRCに修正を命じられ、前年度の財務報告を遡及修正した結果、直近2年連続で赤字を計上した場合	・同左 ・同左
純資産	・規定なし	・直近事業年度で純資産がマイナスとなった場合、もしくは前年度の財務報告を遡及修正した結果、直近事業年度で純資産がマイナスとなった場合
営業収入	・規定なし	・直近事業年度で営業収入が1,000万円を下回った場合、もしくは前年度の財務報告を遡及修正した結果、直近事業年度で営業収入が1,000万円を下回った場合
財務報告	・規定なし ・財務報告に重大な誤りや虚偽記載があり、CSRCに修正を命じられたにもかかわらず、法定期限内に修正できず、かつ、当該銘柄が2か月以上取引停止となった場合 ・法定期限内に年度報告や中間報告を発表できず、かつ、当該銘柄が2か月以上取引停止となった場合	・直近事業年度の財務報告に対して、公認会計事務所が意見を表すことができない、もしくは、否定的な意見を表明した場合 ・同左 ・同左
株主分布	・株主分布が20営業日累計で上場基準を満たさなくなった場合、取引停止とする。その後の1か月以内に、上場会社が解決方法を上海・深圳証券取引所に提出し、かつ、同取引所の承認を得た場合	・同左
破産宣告	・破産宣告を受ける可能性があり、裁判所が会社の破産に関わる案件を受理したことを開示した場合	・同左
会社解散	・会社解散の可能性を開示した場合	・同左

(注) 株主分布が上場基準を満たさなくなった場合とは、株式資本総額が 4 億元未満の上場会社は、一般投資家（機関投資家＋個人投資家）による持株比率が 20 営業日連続で 25%未満、株式資本総額が 4 億元以上は 10%未満となった場合を指す

(出所) 「上海証券取引所上場会社上場廃止制度の改善に関する方法」、「深圳証券取引所メインボード・中小企業ボード上場会社上場廃止制度の改善に関する方法」より大和総研作成

図表 2 上場暫定停止に関する規定

	旧規定	新規定
純利益	・*ST銘柄に指定された後、直近事業年度で赤字が継続した場合	・同左
純資産	・規定なし	・*ST銘柄に指定された後、直近事業年度で継続して純資産がマイナスとなった場合
営業収入	・規定なし	・*ST銘柄に指定された後、直近事業年度で継続して営業収入が1,000万円を下回った場合
財務報告	・規定なし ・*ST銘柄に指定された後、2か月以内に、要求通りに財務報告を修正できない場合 ・*ST銘柄に指定された後、2か月以内に、年度報告や中間報告を発表できなかった場合	・*ST銘柄に指定された後、直近事業年度の財務報告に対して、公認会計事務所が意見を表すことができない、もしくは否定的な意見を表明した場合 ・同左 ・同左
株主分布	・*ST銘柄に指定された後、6か月以内に、株主分布の改善を図るが、この期間内に改善ができない場合	・同左
株式資本総額	・株式資本総額が上場基準(5,000万元以上)を満たさなくなった場合	・同左
上場再開	・規定なし	・上場会社が純利益、純資産、営業収入、公認会計事務所の意見などの問題で、上場暫定停止となった後に、以下の条件を同時に満たす場合に限り、上場再開申請の提出が認められる。証券取引所が上場再開の可否を決定し、再開が認められた場合、一定期間は上海証券取引所では今後新設予定の「リスク警告ボード」で取引を行う(深圳証券取引所ではリスク警告ボードは設けられず、*STの表示を行う)。①直近事業年度で非経常性損益の控除前、控除後の純利益がプラスとなった場合、②直近事業年度で営業収入が1,000万円を下回っていない場合、③直近事業年度で純資産がプラスとなった場合、④直近事業年度の財務報告に対して、公認会計事務所が、否定的な意見を表明したり、意見を表すことができない、ということがない場合、⑤スポンサーが調査後に、上場会社に持続的な経営能力があると認める明確な意見を発表する場合、⑥スポンサーが調査後に、上場会社のコーポレートガバナンスや運営規範が健全で、内部コントロールに重大な欠陥がないと認める明確な意見を発表する場合、⑦証券取引所の「株式上場規則」が規定する上場暫定停止や上場廃止基準に抵触する状況がない場合

(出所) 「上海証券取引所上場会社上場廃止制度の改善に関する方法」、「深圳証券取引所メインボード・中小企業ボード上場会社上場廃止制度の改善に関する方法」より大和総研作成

図表3 上場廃止に関する規定

	旧規定	新規定
純利益	・上場暫定停止後の直近事業年度で赤字が継続した場合、もしくは直近事業年度の財務報告が法定期限内に発表できなかったり、発表してもその後の5営業日以内に上場再開申請を提出しなかった場合	・同左
純資産	・規定なし	・上場暫定停止後の直近事業年度で継続して純資産がマイナスとなった場合、もしくは直近事業年度の財務報告が法定期限内に発表できなかった場合
営業収入	・規定なし	・上場暫定停止後の直近事業年度で継続して営業収入が1,000万円を下回った場合、もしくは、直近事業年度の財務報告が法定期限内に発表できなかった場合
財務報告	・規定なし	・上場暫定停止後、①直近事業年度の財務報告に対して、公認会計事務所が意見を表すことができない、もしくは否定的な意見を表明した場合、②直近事業年度の財務報告が法定期限内に発表できなかった場合
	・上場暫定停止後の2か月以内に、要求通りに財務報告を修正できない、もしくは、要求通りの財務報告を行ってもその後の5営業日以内に上場再開申請を提出しなかった場合	・同左
	・上場暫定停止後の2か月以内に、年度報告や中間報告を発表できない、もしくは、要求通りに発表してもその後の5営業日以内に上場再開申請を提出しなかった場合	・同左
スポンサーによる意見	・規定なし	・上場暫定停止後、①スポンサーが、上場会社の持続的経営能力に対する意見を発表することができない、もしくは、発表した意見が関連規定にそぐわない場合、②スポンサーが、上場会社のコーポレートガバナンスに対する意見を発表することができない、もしくは、発表した意見が関連規定にそぐわない場合
売買高	・規定なし	・A株のみを発行する上場会社では、120営業日累計の株式売買高が500万株（深圳中小企業ボードは300万株）を下回った場合、B株のみを発行する上場会社では、120営業日累計の株式売買高が100万株を下回った場合、A株とB株の両方を発行する上場会社では、A株とB株が同時に上記規定に抵触した場合
株価	・規定なし	・A株のみを発行する上場会社では、20営業日連続で終値が一株当たりの額面を下回った場合、B株のみを発行する上場会社では、20営業日連続で終値が一株当たりの額面を下回った場合、A株とB株の両方を発行する上場会社では、A株とB株が同時に上記規定に抵触した場合
株主分布	・①上場暫定停止後の6か月以内に、株主分布の改善を図るが、この期間内に改善ができなかった場合、②取引停止後の1か月に、上場会社が解決方法を上海・深圳証券取引所に提出しなかったり、もしくは、提出しても同取引所の承認を得られなかった場合、③上場廃止を目的とする自社株買戻し、公開買付買収により、株式資本総額・株主分布が上場基準を満たさなくなった場合	・同左
株式資本総額	・上場暫定停止後、法定期限内に上場基準を回復できなかった場合	・同左
破産宣告	・破産の宣告を受ける場合	・同左
会社解散	・会社が解散した場合	・同左
上場再開	・規定なし	・上場暫定停止後、①証券取引所が上場再開申請を受理しない場合、②会社が法定期限内に上場再開申請を提出しなかった場合

(注1) 上場会社が上場廃止基準に抵触した場合、証券取引所は15営業日以内に上場廃止の決定を行う

(注2) 上場暫定停止となっている会社が、上場再開もしくは上場廃止の申請を行う場合、証券取引所は30営業日以内に決定を行う

(注3) 上場暫定停止後、上場再開を申請するに当たり、補足資料の提出期限は累計30営業日を超えてはならず、それができない場合は、証券取引所は、期限内に提出された資料に基づき、審査を行う

(注4) 証券取引所による上場廃止の決定後、証券取引所は当該銘柄に対して、30営業日の上場廃止整理期間を与える。上場廃止整理期間終了後、当該銘柄を上場廃止とする

(注5) 上海証券取引所が設立するリスク警告ボードでは、値幅制限など取引制限を実施し、情報開示の厳格化や取引情報の表示などを行う

(注6) 上場廃止後、会社は全国的・地域的な株式譲渡システム（店頭市場）に移管する。上海では上海証券取引所が新たに設立する株式譲渡システムに移管することもできる

(出所) 「上海証券取引所上場会社上場廃止制度の改善に関する方法」、「深圳証券取引所メインボード・中小企業ボード上場会社上場廃止制度の改善に関する方法」より大和総研作成