

2013年12月3日 全5頁

中国：株式発行制度改革、登録制移行にはあらず 別通知で創業板の裏口上場を禁止し、創業板指数は急落

経済調査部
シニアエコノミスト 齋藤 尚登

[要約]

- 中国証券監督管理委員会（CSRC）は、2013年11月30日付けで「新株発行体制改革をさらに推進することに関する意見」（以下「意見」）を発表した。審査手続きを簡略化し、発行価格や発行方法についてもCSRCは関与せず、市場に委ねられる。一部では新株公開発行手続きが審査制（承認制）から登録制へ変更されたと取られかねない報道があるが、これは中長期目標であり、今回の「意見」でも審査制（承認制）は維持されている。関連規則の修正を待って、上海・深圳市場では2012年9月以降ストップしていた株式新規公開（IPO）が再開される見通しである。
- 今回の「意見」で特筆されるのは、株式新規公開を申請している企業に対して、会社債¹を先行発行する申請を行うことを認めたことである。従来、会社債の発行は上場会社に限られていたが、今後は、「申請中」の企業にも門戸が開かれる。上場審査が否決され、上場会社とならなくても、会社債の発行は認められることになる。資金調達手段の拡充という点では、重要な一歩といえる。
- 当局は、株価の長期下落局面では、新規上場をストップし、株式需給の悪化を緩和することで、マーケットのテコ入れを図り、その後、株式市場の改革・健全策の発表を機に再開するということを繰り返してきた。しかし、このような行政手段的な方法はマーケットの資金調達機能を無視したやり方である。今回の「意見」では、「CSRCの新株発行承認文書の有効期間は12ヵ月であり、その期間内に発行人は自主的に発行のタイミングを決定する」としている。当局が株式新規公開を調整する従来の方法が本当に変わるのかにも注目したい。
- この他、CSRCは「裏口上場審査に株式新規公開発行基準を厳格に適用することに関する通知」を発表し、メインボードでは、裏口上場に株式新規公開発行と同様の条件・基準を厳格に適用するとした一方で、深圳市場の創業板（新興企業ボード）では、裏口上場そのものが禁止されることになった。週明け12月2日の創業板株価指数は前週末比8.3%の急落に見舞われた。

¹ 社債にはCSRCが認可を与える会社債の他に、国家発展改革委員会が認可を与えるプロジェクト債がある。

株式発行制度改革を発表も登録制への移行にはあらず

中国証券監督管理委員会（CSRC）は、2013年11月30日付けで「新株発行体制改革をさらに推進することに関する意見」（以下「意見」）を発表した。審査手続きを簡略化し、発行価格や発行方法についてもCSRCは関与せず、市場に委ねられる。一部では新株公開発行手続きが審査制（承認制）から登録制へ変更されたと取られかねない報道があるが、これは中長期目標であり、今回の「意見」でも審査制（承認制）は維持されている。

今回の「意見」では、新株発行に関して5つの措置が打ち出された。従来の制度との主な改善・変更点は以下の通りである。

1. 新株発行プロセスの市場化推進

- ・株式新規公開時に、3年以上株式を保有する株主が一部の保有株式（親株、旧株）を投資家に譲渡し、上場会社の流通株比率を高めることを奨励する。ただし、親株譲渡後の実質的な支配株主の変更は認められない。親株譲渡の具体的な方法を目論見書や株式発行公告に開示しなければならない。公募による新株発行数が不足して上場条件を満たせない場合、親株の譲渡によって公開発行株式数を増やすことが可能である。新株発行による調達金額が計画調達金額を上回った場合、それに応じた親株譲渡（新規公開株式数は減少）が求められる²。
- ・株式新規公開を申請している企業に対して、会社債を先行発行する申請を行うことを認めるなど、普通株発行以外の資金調達を奨励する。
- ・CSRCの新株発行承認文書の有効期間は12ヵ月（従来は6ヵ月）であり、その期間内に発行人は自主的に発行のタイミングを決定する。

2. 発行人とその支配株主などの誠実義務の強化

- ・発行人の支配株主や取締役などの管理層が、ロックアップ期間終了後2年以内に保有する株式を売却する場合、その売却価格は発行価格を下回ってはならない。上場後6ヵ月以内の株価終値が、20取引日連続して発行価格を下回る場合、もしくは上場6ヵ月後当日の終値が発行価格を下回る場合、ロックアップ期間は6ヵ月以上延長される。
- ・発行人とその支配株主や取締役などの管理層は、上場後3年以内の株価が1株当たり純資産を下回る場合に、株価安定策（実施条件や具体策）を公募・上場書類に予め記載しなければならない。具体策とは、発行人による自社株買い戻しや取締役など管理層の自社株買い増しなどを含む。
- ・発行人やその支配株主は、目論見書に虚偽記載、誤解を生む記述、重大な遺漏があり、それによって、発行人の発行条件が合法か否かの判断に重大で実質的な影響を及ぼす場合、発行人は既に発行した新株を買い戻し、支配株主は既に譲渡した親株を買い戻すことを公募・上場書類の中で公開承諾しなければならない。発行人、その支配株主、取締役、監査役、高級管理職など関連する責任主体、さらにはスポンサー証券会社、会計士事務所は、同様の状況

² 実際の資金調達が計画を上回る場合、相当する新規公開株数を減らし、親株の譲渡を行う。親株の譲渡による資金は当該上場会社には帰属せず、親株株主に帰属するため、当該上場会社の資金調達額は、計画と見合いとなることが求められる。

が発生し、投資家が株式売買で損失を被った場合、損害賠償を行うことを募集・上場書類の中で公開承諾しなければならない。

- ・持株比率 5%以上の株主は、株式保有・売却の意向を公募・上場書類に予め記載しなければならない。持株比率 5%以上の株主が株式を譲渡する場合、譲渡日の 3 取引日前に開示しなければならない。

3. 新株発行価格決定プロセスのさらなる市場化

- ・価格諮問後、発行人とスポンサーは購入申請のうち価格の高い上位 10%以上を除去した上で、購入申請価格と購入申請状況に基づき発行価格を決定する。除去部分に株式は割り当てられない。公開発行株式数が 4 億株未満の場合、価格諮問対象の投資家数は 10 以上 20 未満、4 億株以上の場合、価格諮問対象の投資家数は 20 以上 40 未満とする。ブックビルディング方式による調達金額が 200 億円を超える場合、価格諮問対象の投資家数の増加が認められるが、最大でも 60 未満とする。価格諮問対象が規定数を下回る場合、発行は中止される。条件を満たす個人投資家によるブックビルディング・発行価格決定への参加、株式割り当てが認められる。
- ・発行価格 PER が、上場同業他社の平均 PER を上回る場合（従来は平均 PER を 25%以上上回る場合とされていた）、一般投資家（機関投資家+個人投資家）への売り出し前に、発行人とスポンサーは投資リスクに関する特別公告を行い、価格設定が高いが故に投資家に損失をもたらすリスクが存在する可能性を明示し、投資家に注意喚起しなければならない。特別公告には、①発行人と同業他社との差異の比較分析とそれが発行価格決定に与えた影響、②投資家に対して、発行価格設定の合理性を慎重に研究し、理性的な投資決定を行うべく、投資リスクを喚起すること、などが含まなければならない。

4. 新株割り当て方法の改善

- ・ブックビルディングに参加した価格諮問対象機関の中から、予め公表された原則と方法に則り、株式割り当て対象を選定する権利がスポンサーに与えられる。
- ・株式割り当て分の 40%以上の株式を公募証券投資ファンドと社会保障基金に優先的に割り当てなければならない。
- ・株式資本金 4 億円未満の場合、株式割り当て比率は公開発行株式数の 60%以上、株式資本金 4 億円以上の場合、株式割り当て比率は公開発行株式数の 70%以上とする。未割当株は一般投資家に売り出される。
- ・一般投資家への売り出しの応募倍率が 50 倍以上 100 倍以下の場合、公開発行株式数の 20%、応募倍率 100 倍超の場合は、公開発行株式数の 40%を割り当て分から売り出し分に回すことが求められる。

5. 違法行為に対する規制や処罰の強化

- ・新株発行価格を基準（従来は寄り付き価格を基準）とする上場初日の取引停止ルールを設定し、「炒新」（新規上場株の投機）行為を抑制する。
- ・上場した年度の営業利益が前年比 50%以上の減益、もしくは赤字となった場合、CSRC はその

日より、当該スポンサーによる推薦申請を暫定的に受理せず、審査部門による調査を行う（発行人が目論見書に業績悪化などのリスクを開示している場合は適用されない）。

株式発行以外の資金調達手段の拡充、「三高」問題の抑制

今回の「意見」で特筆されるのは、株式新規公開を申請している企業に対して、会社債を先行発行する申請を行うことを認めたことである。従来、会社債の発行は上場会社に限られていたが、今後は、「申請中」の企業にも門戸が開かれた。上場審査が否決され、上場会社になることはできなくても、会社債の発行は認められることになる。資金調達手段の拡充という点では、重要な一歩といえる。

もうひとつは、株式新規発行における「三高」問題への対応である。「三高」問題とは発行価格が高すぎ、発行価格 PER が高すぎ、資金調達額が計画を大きく上回ることを指す。発行価格が高くなるほど、発行人は資金調達額が増え、スポンサー証券会社は通常の引受手数料に加え、資金調達額が予定を上回った部分にかかる超過手数料が増えることになる。このため、発行人とスポンサー証券会社は、新株発行会社の業績や成長性を誇張することで、発行価格をつり上げようとする傾向が強くなっていた経緯がある。さらに、資金調達額が計画を大きく上回った場合、不要不急の収益性の低い設備投資や不動産投資などが増えかねないとの批判もあった。

こうした中、今回の「意見」では、①新株発行による調達金額が計画調達金額を上回った場合の親株の譲渡（その資金は当該上場会社に帰属しないため、資金調達額は計画に見合いとなる）、②上場後 6 ヶ月の株価が発行価格を下回った場合のロックアップ期間の延長、③発行価格決定の際の購入申請価格の上位 10%以上の除去（割り当ても不可）、などを通じて「三高」問題を抑制しようとしている。

当局は、株価の長期下落局面では、新規上場をストップし、株式需給の悪化を緩和することで、マーケットのテコ入れを図り、その後、株式市場の改革・健全策の発表を期に再開するということを繰り返してきた。しかし、このような行政手段的な方法はマーケットの資金調達機能を無視したやり方である。今回の「意見」では、「CSRC の新株発行承認文書の有効期間は 12 ヶ月であり、その期間内に発行人は自主的に発行のタイミングを決定する」としている。当局が株式新規公開をストップしたり再開したりする従来の方法が本当に変わるのかにも注目したい。

今後、関連規則の修正を待って、上海・深圳市場では 2012 年 9 月以降ストップしていた株式新規公開（IPO）が再開される見通しである。現在約 760 社が IPO を申請しており、CSRC は今後 1 年間で審査を完了させ、2014 年 1 月末までに約 50 社が上場するとの見通しを発表している。

創業板の裏口上場の禁止

同じく 2013 年 11 月 30 日付けで、国務院は「優先株のテストを展開する指導意見」を、CSRC

は「上場会社の監督管理指導第 3 号—上場会社の現金配当」と「裏口上場審査に株式新規公開発行基準を厳格に適用することに関する通知」を発表した。

裏口上場とは、非上場会社が上場会社の買収により経営権を掌握して、CSRC の上場審査を受けずに事実上の上場を果たすことをいう。上記通知によると、今後の裏口上場については、メインボードでは、株式新規公開発行と同様の条件・基準を厳格に適用する一方で、深圳市場の創業板（新興企業ボード）では、今後、裏口上場が禁止されることになった。従来、裏口上場については、インサイダー取引の温床となり、株式投機を助長するとの批判がある一方で、①上場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、裏口上場はひとつの有力な選択肢である、②全くの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、とのプラスの評価があったことも事実である。今回、創業板では裏口上場自体が禁止となったことを嫌気し、週明け 12 月 2 日の創業板株価指数は前週末比 8.3% の急落に見舞われた。

以上