

2015年11月12日 全6頁

中国株式市場の IPO 再開・制度改革と今後の登録制改革の方向性

IPO の資金凍結問題は解消、制度改革は登録制改革への重要な一歩

金融調査部 研究員
中田 理恵

[要約]

- 2015年7月より、中国株式市場では市場の混乱の悪化を防ぐため新規株式公開（IPO）が停止されていたが、2015年11月6日に中国証券監督管理委員会（証監会）より、IPOの年内再開の方針と、IPOの制度改革案が公表された。
- 今回のIPO制度改革により凍結資金問題（IPO購入申し込み時に取得可能株数の確定前に資金を先払いすることに伴う多額の凍結資金の発生）が解消されるため、IPO再開による株式市場への負の影響も軽減されると思われる。また、今回の改正は中国当局が2013年11月の第18期三中全会より掲げていた株式市場における重要な改革の一つである上場制度改革（登録制改革）への重要な一歩となる。
- 登録制改革の実施により、証監会が担ってきた上場の是非や発行条件等の判断は市場に委ねられる。改革は市場のリスク判断能力の育成に繋がるとともに、上場審査の効率化、上場企業間での資金獲得競争を促進し、適切な資金配分を促すことが期待されている。また、イノベーションをもたらすような成長性の高いベンチャー企業に上場機会を提供することで、資金面から中国経済の構造転換を支援することに繋がるのではないかと見られる。
- 当該改革は証監会自身の権限の縮小に繋がるため、証監会がどこまで改革に踏み切るか、上場制度改革の中身がどこまで実効性のあるものとなるかが今後発表される改正案における焦点の一つとなるだろう。また、今年7月時点で500社以上存在したIPO審査待機企業の問題をいかに解決するかも課題となる。

1. はじめに IPO 再開決定と制度変更案の公表

2015年7月より、中国株式市場では市場の混乱の悪化を防ぐため新規株式公開（IPO）が停止されていたが、2015年11月6日に中国証券監督管理委員会（証監会）より、IPOの年内再開の方針と、IPOの制度改革案が公表された。証監会の発表によると、今回の再開決定は株式市場の正常化を反映したものであり、適度な新株の供給は市場の活性化に有益であるとの判断に基づくものである。今回の制度改革案ではIPO購入申し込みにおける凍結資金発生問題の解消、情報開示に基づく監督理念の強化、発行プロセスの簡素化、投資家保護強化、仲介業者（引受証

券会社等)の責任強化の促進が図られている。

とりわけ、IPO 購入申し込みにおける凍結資金問題の解消は IPO 再開の際に市場に与えるマイナスの影響を軽減するものと期待されている。また、今回の制度改革は今後の株式市場における重要な改革とされる IPO の認可制から登録制への移行（登録制改革）に向けた一歩となっている。本稿では 11 月 6 日に発表された IPO 制度改革の内容に触れつつ、現行の IPO 制度の問題点と登録制改革への期待及び改革実施における課題について述べる。

2. IPO 資金凍結問題は解消される見込み

11 月 6 日に発表された改正案の主な内容は以下の 5 点である。①IPO における購入申込資金先払い制度撤廃、②情報開示に基づく監督理念の強化、③2,000 万株以下の公开发行における発行プロセスの簡素化、④中小投資家の保護強化、⑤仲介機関（引受証券会社等）の監督強化及び責任強化。

特に①の IPO 購入申込金の先払い制度の撤廃は、これまで問題視されてきた凍結資金の発生及び投資家が IPO の申込資金を確保するために手持ちの株を売却する現象(売老株打新株問題)を解消する有効な策であろう。現行における中国の IPO 購入制度では投資家は IPO の申込時点で購入金を納める必要がある。実際に購入可能となる株数が決定するまで、大量の購入申込資金が凍結されることや、資金確保に伴う株式売却の発生が課題となっていた。今後は取得可能株数が確定した後に支払を行うとすることで、IPO における大量の凍結資金の発生も解消される。証監会の発表によると 2015 年 6 月初旬に 25 社が集中して IPO を実施した際に発生した凍結資金は 5.69 兆元であったが、仮に当時、後払い制度を実施していた場合、投資家が必要とする購入申込資金は 414 億元のみであったとしている。

凍結資金や資金確保のための株式売却の発生のため、大規模な IPO は市場にマイナスの影響を与えるとされてきたが、制度改革に伴い今後の IPO 再開が市場に与える負の影響は限定されるものとみられている。

なお、その他の詳細な内容は以下の表の通りである。

図表 1 11 月 6 日発表の制度改革案及び新制度案の内容

制度（市場協議案）		主な改正内容
①	証券発行と引受管理方法	<ul style="list-style-type: none"> ・IPO 購入申込資金の先払い制度を撤廃、以降は取得可能株数の確定後に支払を行うこととする。 ・2,000 万株以下の IPO における価格決定プロセスを簡素化（機関投資家の意向を受けて価格を決定するプロセスを不要とする。）。 ・引受におけるリスクを軽減するため、投資家による購入株式数の合計が当該公开发行株式数の 70%に満たない場合は発行を中止することを可能とする。

		<ul style="list-style-type: none"> ・インターネット上の取引所のシステムから申し込み、購入を行う投資家は新株の申し込み、購入においてその全権利を証券会社に委託してはならない。 ・インターネット上の取引所のシステムから申し込みをした投資家は12カ月以内にIPOの抽選に当選した後に支払額が不足した状況が合計3回発生した場合、6カ月以内は新株の購入申し込みに参加してはならない。
②	新規公開株式発行及び上場管理方法	<ul style="list-style-type: none"> ・支配株主等からの独立性を上場基準から削除し、以降は関連取引、同業競争について情報開示を基に監督する。
③	新規公開株式発行及び創業板上場管理方法	<ul style="list-style-type: none"> ・これまで募集資金の用途は主要な業務に限り、用途を明確にし、投資プロジェクトが必要とする資金以上に資金を集めてはならないとしてきたが、これを撤廃する。
④	新規発行及び再融資、重大な資産再編による即期リターンの希薄化に繋がる事項に関する指導意見（注1）	<ul style="list-style-type: none"> ・新規発行及び再融資（注2）、重大な資産再編の際には募集資金の取得達成または重大な資産再編が完了した当年のEPS（一株当たり利益）の前年度のEPSに対する変動を公表すること。 ・EPSの希薄化に繋がる場合はリターンの希薄化を補てんするための具体的な措置を公表し、取締役、高級管理人員、支配株主、実質的支配人はこれを履行すること。保証推薦人（日本の主幹事にあたる）と財務顧問は適切な履行を促進すること。

（注1） ④は既存の規定ではなく新たに設立される規定である。

（注2） ここでの再融資は上場企業による株式、転換社債の発行を意味する。

（出所） 中国証券監督管理委員会より大和総研作成

3. 登録制改革への期待

今回のIPO制度改正は資金凍結問題の解消のみならず、中国当局が2013年11月の中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議（三中全会）より掲げていた株式市場における重要な改革の一つである上場制度の改革に繋がるものである。改革の具体的な中身は、IPOを現在の認可制から登録制へ移行し、上場における判断を市場に委ねるというものである。登録制への移行により国内市場において市場規律が正常に働くことを促すと共に、今後の中国経済の成長持続及び構造転換において重要な鍵とされるイノベーションを資金面から支援することが期待されよう。

① 現行の上場制度における課題

現行制度では証監会に設置された2つの発行審査委員会（メインボード市場発行審査委員会と創業板市場発行審査委員会）が新規上場の是非を個別に審査及び認可している。メインボードの発行審査委員会は25名（うち証監会の人員5名、外部人員20名）、創業板発行審査委員会は35名（うち証監会の人員5名、外部人員30名）にて構成されているが、個別案件においては発行審査委員会の7名により審査会議を開催し、5名以上の同意で認可される。また、発行の条件に関しては、証監会による「株式の新規公開発行と上場管理方法」において企業の独立性、

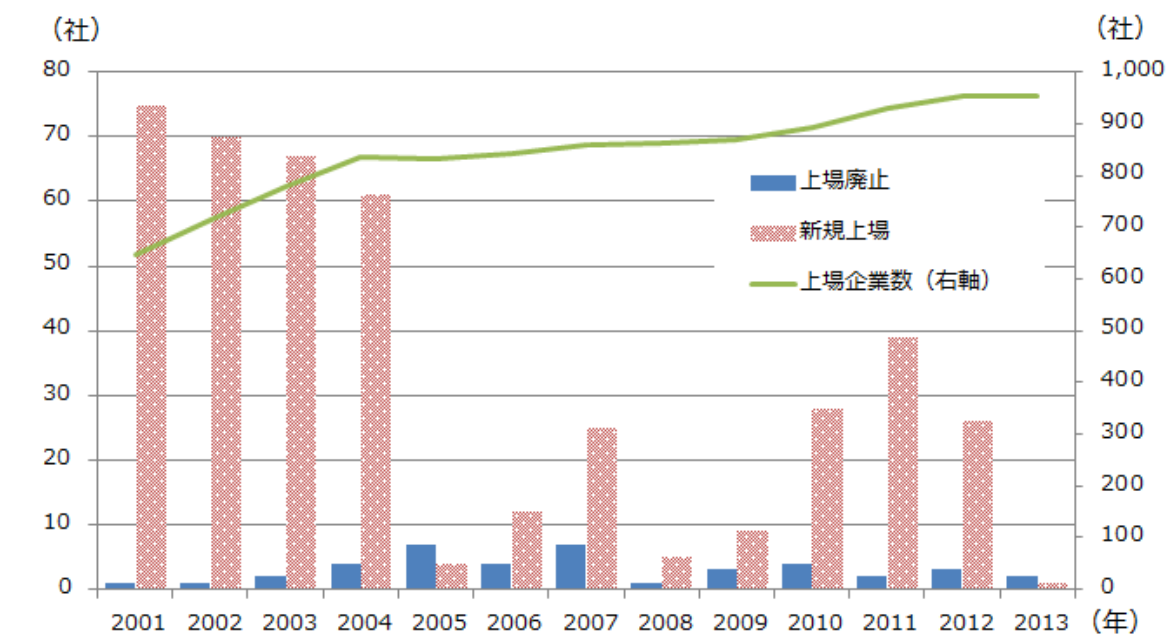
財務状況及び収益性、募集資金の用途等が規定されている。

しかしながら、こうした政府による認可制度は、投資家に対し政府が企業の収益性に対しお墨付きを与えているといった誤解を生じさせたり、監督部門が IPO の是非だけでなく価格や規模にまで介入したりするといった弊害を生み出した。証监会自身も現行の制度は市場のリスク判断力や選択能力の養成を妨げてきたとの認識を示している。

また、発行審査委員会の限られたメンバーで可能な審査数は限りがあり、現状では上場を希望する多くの企業が審査待ちの状態にある。こうした状況は「IPO 行列問題」として指摘されてきた。7月以降の IPO 停止以降も審査会議は継続されていたが、証监会の発表によれば 2015 年 7 月 2 日時点で上場申請書類が受理された企業は 607 社あり、うち発行審査委員会の審査会議を経た企業はわずか 38 社であった。残り 569 社のうち 563 社は審査会議の待機状態にあり、6 社は審査中止となっている。

加えて中国の政府系シンクタンクの研究者からは、現行制度における非効率性がより投資価値の高い企業の上場を妨げ、成長期待の低い企業や、株主還元率の低い企業の上場継続を招く一因となっているとの指摘もうかがわれた。事実、中国の株式市場においては上場廃止となることが極めて少ない。上記のような投資価値の低い企業にも現状では投資資金が集まる状態にあるため、投資家保護の観点から廃止基準が厳格に適用されていない可能性がある。上場廃止の円滑化及び市場の新陳代謝促進のためにも現行制度の改善を必要とする声もある。

図表 2 上海証券取引所の上場企業数及び年間新規上場、上場廃止企業数



(注) 上場企業数は各年末時点

(出所) 上海証券取引所より大和総研作成

②登録制改革の概要

登録制改革の実施には証券法の改正が必要となっている。その具体的な改正案は未だ公表されていないが、2015年6月に証監会より改革の基本的な指針が示されている。

これによると改革は以下4つの理念に沿って行うとしている。①あらゆる発展段階の企業に法に則った株式による資金融通を可能にする、②情報開示に基づく審査の実施、③発行の是非を目的としない審査の実施、④事中、事後の監督強化を基礎とする。

また、これに伴い、IPOに関与する機関の役割も変更となる。証監会は上場審査における関与を縮小するとともに、事中、事後審査の強化に努めるとしている。審査においてはこれまでの証監会の発行審査委員会を廃止し、取引所内に新たな審査機関を設立し情報開示の適切性に基づいた審査を行うとしている。また、開示内容の真偽や企業に対する実質的判断は下さないものとする。一方で情報開示内容の真偽については発行体と仲介機関（主幹事会社、会計事務所等）の責任が強調され、特に虚偽の情報開示があった場合に発行体に科す行政罰則及び罰金は大幅に厳しくすることが示された。

③登録制改革に期待される効果

以上に示した登録制改革の実施により、上場における判断を市場に委ね、上場審査の効率化を実現することが図られている。こうした改革内容は市場のリスク判断能力の育成に繋がるとともに、上場審査の効率化、上場企業間での資金獲得競争を促進し、適切な資金配分を促すことが期待できる。また、中国経済はこれまでの低付加価値製品の輸出を中心とした発展から、高付加価値の製品の生産及びサービス業を中心とする経済へと構造転換のさなかにある。中国政府は構造転換による持続的な経済成長の達成にはイノベーションの促進が不可欠であるとしている。登録制改革の実施は中国経済にイノベーションをもたらすような成長性の高いベンチャー企業に上場機会を提供することで資金面から中国経済の構造転換を支援することに繋がるのではないかと。また、当然ながら、投資家にもより幅広い投資機会を与えると思われる。

4. 改革実現に向けた課題

登録制改革の推進は当初の予定より遅れているが、証監会は依然として改革に積極的な姿勢を示している。しかしながら、当該改革は証監会自身の権限の縮小に繋がるものである。証監会の立場から言えば当該改革はいわば自己改革の側面も持つだろう。また、7月時点でも500社以上存在した上場待機企業の問題をいかに解決するかも問題となる。登録制への移行後も市場の混乱を避けるために新規上場のペースはしばらくの間調整される可能性もあるだろう。

上記のような懸念はあるものの、今回の11月6日に発表された制度改正案は登録制改革の理念に沿ったものとなっており、改革実施に向けた基礎を築くものとなっている。証監会の慣習としては証券法の改正に先立ち法案が一般に公表され、通常1カ月程の意見募集期間を設けるため、今後の法案公表が待たれるところである。IPO再開の発表もあり、近い将来に登録制実現に向けた法案が公表されると予想される。証監会がどこまで権限の縮小に踏み切るか、上場制

度改革の中身がどこまで実効性のあるものとなるかが注目される。