



# 中国創業板の発行制度分析<sup>1</sup>

董 安生、楊 嶷、何 以、王 恩宇、何 海寿\*

## 要 約

1. 中国の創業板は、諸外国のベンチャー市場同様、中小企業やハイテク企業を育成するために、企業の規模に適した資金調達を提供する場としての役割を担っている。また、創業板は中国の多層的な資本市場における重要な存在と位置づけられており、経済構造の戦略的調整の推進や、中国経済の持続的発展と中国独自のイノベーション戦略の実現、科学技術の現実的な生産転換の促進も担っている。
2. 一方、創業板の現行の発行制度を見てみると、様々な問題が生じていることが分かる。例えば、①上場基準の実質的な引き上げ、②粉飾決算の黙認、③上場企業の成長性や質の低下、④超過募集資金による資源の浪費、⑤成熟企業の創業板への上場であり、これらは中小企業の育成を促すために適切な資金を提供するという創業板の設立当初の目的から大きく乖離している。
3. こうした問題を解決するためには、中国の資本市場を取り巻く固有の環境と現状を踏まえながら、先進国の経験を参考に適切な法律を導入する必要がある。また、中国の資本市場がこれまでの発展過程で経験してきた成長モデルも十分に考慮して、現行の発行制度を制度面から見直す必要がある。それによって、創業板自体が本来の役割に回帰する必要がある。
4. 制度面で特に改善すべき点は、①超過募集資金の直接の原因とも言われる一般投資家の持ち株比率に関する規制緩和、②合理的な IPO 価格の形成と流動性の向上を促進する発行済株式の公開制度改革の実施、③創業板特有の高 PER を抑制するための規制の実施、④証券会社のインセンティブ制度の構築であり、これらは創業板が現在抱える問題を解決する上で非常に有効な措置と思われる。

<sup>1</sup> 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2011年第4期掲載の「中国創業板の発行制度分析」を邦訳したものである。また、本稿は、中国人民大学金融証券研究所所長吳曉求主筆『中国資本市場研究報告（2011）中国創業板：成長とリスク』の一部分を抜粋したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛または抄訳としている場合がある。

\* 董 安生 中国人民大学法学院 教授  
 楊 嶷 中国人民大学法学院 博士  
 何 以 中国人民大学法学院 博士  
 王 恩宇 中国人民大学法学院 修士  
 何 海寿 中国人民大学法学院 修士

## I、中国創業板の発行制度における欠陥と負の影響

### 1. 創業板の発行制度の目標と基本的な位置づけ

証券法の理論や諸外国の成熟した新興企業向け株式市場（ベンチャー市場）の経験からみた、同市場の設立目的は、一般的に次の5つが挙げられる。第一に、ハイテク企業に資金調達の間を提供する。第二に、市場メカニズムに基づく資産価値の明確な評価を通じて、知識と資本を結びつけ、知的経済の発展を促進する。第三に、ベンチャーキャピタルに「投資先」を提供し、ベンチャー投資のリスクを分散するとともに、ハイテク投資の適切な循環を促し、資金の流動性や使用効率を高める。第四に、イノベーション型企業の株式の流動性を高め、ストックオプションなどのインセンティブ制度の利用を使いやすくし、従業員の企業価値創造への積極性を高める。第五に、企業運営の規範化を促し、現代的な企業制度を確立する<sup>2</sup>。多くの目標の中でも、最も核心となる考えは、成長性の高い中小企業とハイテク企業の育成である。イノベーション型中小企業の資金調達需要の特性や多層的な資本市場におけるベンチャー市場の位置づけを踏まえたうえで、イノベーション能力を持ち、かつ高成長が見込まれる中小企業に対して、企業の規模に適した資金調達方法を提供することや企業の規模に相応しい株式発行を奨励することが、中国の創業板の最も基本的な役割となる。

#### 1) 資金調達の場としての創業板の意義

ベンチャー市場は、今後の成長が見込まれる中小企業やハイテク企業にとって、最も優れた資金調達の場である。技術革新以降、イノベーション型中小企業は技術の向上や収益の拡大を推進するとともに、規模も大きくなっている。また、改革開放以降、中小企業は経済成長に大きく貢献し、その発展過程において大きな資金需要が生まれた。従来の資金調達方法と比較して、ベンチャー市場の優位性やイノベーション型中小企業にとっての魅力は明らかであり、イノベーション型中小企業の資金調達需要を分析することで、創業板が中小規模の株式発行において必要不可欠であるという客観的事実が容易に理解できる。

その理由は、第一に、従来の資金調達方法ではイノベーション型中小企業の資金調達需要を満たすことは難しいことが挙げられる。中国における中小企業の資金調達方法は、直接金融・間接金融の二種類に大別できる。直接金融による資金調達を行う場合、メインボードと中小企業板の上場基準は厳しく、上場基準に達しない中小企業にとって高嶺の花である。間接金融による資金調達を行う場合、銀行融資は企業にとって重要な資金調達方法であるものの、中小企業は規模の小ささ、リスクに対する抵抗力の弱さ、担保となる資産の少なさ、経営上の不確定要因の多さなどの様々な理由から銀行融資を得ることが難しい。特にハイテク製品の開発過程における資金調達は困難を極める。銀行融資を得ることができるのは多くが大型国有企業であり、資金提供を渴望する民営企業には手が届かないため、中小企業にとって資金調達は茨の道となっている。

第二に、創業板での資金調達は、イノベーション型中小企業の発展に伴う資金調達ニーズに沿って行われていることである。このような企業の資金調達は、シーズ段階における起業家の

<sup>2</sup> 「創業板設立目的は什麼（創業板の設立目的は何か）」（<http://stock.sohu.com/20091027/n267778068.shtml>、2010年12月16日時点）

個人投資に始まり、創業期におけるエンジェル投資、ベンチャー投資、さらには成長期におけるベンチャー市場での資金調達順番となっており、株式を通じて中小企業の発展を支援する一連の資本提供ラインを形成している。中国証券監督管理委員会（証監会）の姚剛副主席は「創業板の対象企業は、草創期あるいは「シーズ」段階の企業ではなく、設立からある程度時間が経ち、一定の資産規模と販売量、収益力を備えた成長期の企業である」と明確に示している<sup>3</sup>。一定の規模を備えたイノベーション型中小企業からしてみれば、もはや私募による資金調達では発展・拡大のために必要な資金をまかなうことはできない。創業板で経営規模に相応しい資金調達を行うことは、中小企業が発展する過程で必ず辿る道である。

最後に、中小規模の株式発行を奨励することは、イノベーション型中小企業の資金調達ニーズの特性を踏まえた客観的な要求でもある。メインボードや中小企業板の上場企業に比べ、創業板の上場企業は高い成長性を持つ一方で、高いリスクも存在していることが最大の特徴であり、資本市場はこのような企業のためにメインボードや中小企業板とは規模の異なる資金調達の場を設ける必要がある。イノベーション型中小企業は自己資本が小さく、運転資金にも限りがある。しかしながら、企業の主な事業はハイテク技術と製品の研究開発であり、高い成長性の背景には研究開発という高いリスクが潜んでいる。このため、経営戦略において、手堅い財務構造を維持し、研究に関するリスク以外の経営リスクを抑え、企業の持続的発展を実現することが望まれる。これはイノベーション型中小企業が巨額の資金を調達するよりも、中小規模の資金調達の方が適していることを示している。この他に、このような中小企業にはいくつもの発展段階があり、必要資金全てを一度に調達するのではなく、研究開発プロジェクトの進捗や新規プロジェクトの立ち上げに伴って段階的に資金調達をすることが望ましい。もし創業板の上場企業が必要資金を大幅に上回る資金を調達してしまった場合、その企業のみならず市場全体の健全な成長が阻害されることになるだろう。このことに関しては後述する。総じて、大・中型企業と横比較した場合、イノベーション型中小企業は中小規模の資金調達ができれば充分であり、また、企業自身の成長度合という縦比較をした場合、成長期にある企業は段階的に資金調達規模を拡大することが望ましいと言える。

## 2) 創業板の基本的な役割とその重要性

創業板は中国の多層的な資本市場の一角を成しており、高成長が見込まれる中小企業とハイテク企業に資金調達の場を提供することが基本的な役割である。

創業板は、現代の資本市場において重要な存在と位置づけられる。創業板の設立は、中国の金融システム改革のさらなる促進や、中小企業や高成長が見込まれる新興企業への融資拡大、銀行システムのリスク抑制に大きな役割を果たすことになるだろう。メインボード、中小企業板、創業板、三板市場と呼ばれる株式譲渡代行システムから構成される多層的な証券市場システムにおいて、創業板はハイテクと高成長が見込まれるイノベーション型中小企業向けに整備された資金調達の場と言える。

まず、財務状況や株式資本の規模の面から言えば、メインボードは成熟した大型企業が対象であるが、創業板は高成長が見込まれるイノベーション型中小企業が対象であるため上場基準

<sup>3</sup> 「姚剛解釈為何中国創業板公司定位不是初創期企業（姚剛の解説—中国の創業板上場企業の位置づけはなぜ草創期の企業ではないのか）」（[http://news.xinhuanet.com/finance/2009-11/06/content\\_12400346.htm](http://news.xinhuanet.com/finance/2009-11/06/content_12400346.htm)、2010年12月16日時点）

は低くなっている。次に、資金調達規模の面から言えば、メインボードは大型企業の巨額の資金調達ニーズに応えるものであり、創業板は中小規模の株式発行を奨励する場となっている。最後に、企業の性質の面から言えば、メインボードは企業の性質について特別な要件を設けていないが、創業板は高成長が見込まれる中小企業やハイテク企業の成長・拡大を支援することを目標としている。上述の分析より、ハイテクや高い成長性のある中小企業の発展には、特殊な資金調達ニーズに対応した専門の市場取引プラットフォームが必要であり、多層的な資本市場システムにおける創業板は、まさにイノベーション型中小企業に特化した資金調達の場となっている。

つまり、創業板は経済構造の戦略的調整の推進や、中国経済の持続的発展と中国独自のイノベーション戦略の実現、科学技術の現実的な生産転換の促進という重要な施策を担っており、高成長が見込まれる中小企業やハイテク企業にとって最善の資金調達の場となっている。また株式上場するための資源を持たず、有効な資金調達が得られない多くのイノベーション型中小企業のために新たな資金調達の場を提供する使命を担い、中国の資本市場システムにおける「二高六新（二大ハイテク分野、六大新興分野）」企業に中小規模の資金調達ルートを提供し、中小規模の株式発行を奨励する基本的な役割を果たしている<sup>4</sup>。

## 2. 中国創業板の現行発行制度の不備

創業板の現行発行制度は、上述した基本的な役割から乖離している。中小規模の株式発行の奨励とイノベーション型中小企業への有効な中小規模の資金調達ルートの提供ができておらず、市場における実際の運営過程でさまざまな負の影響を及ぼし、創業板の健全な発展を著しく阻害している。その中でも特に重要な問題は、上場基準の実質的な引き上げ、上場企業の粉飾決算の黙認、上場企業の成長性や質の低下、上場資源の著しい浪費である。これらの詳細については以下の通りである。

### 1) 創業板上場基準の実質的な引き上げ

第一に、創業板上場基準の実質的な引き上げにより、法律・規定が有名無実化したことが挙げられる。

創業板上場基準に関する現状をより明確にするため、国泰安データサービスセンターと深圳証券取引所ウェブサイトから、創業板上場企業 141 社の 2010 年 12 月 8 日時点における株式資本や収益などの主要財務状況データを取得した。図表 1 はその主要財務状況データをメインボードおよび二板市場と総称される中小企業板・創業板上場基準と比較したものである。

図表 1 から分かるように、創業板上場企業 141 社は、創業板上場基準のうち「発行前純資産」、「発行後株式資本総額」、「直近 2 年間の累計純利益」の 3 つの項目において、全企業が法律で定められた最低基準の 2 倍以上を満たしており、一部の企業では上場基準の 10 倍以上に達している。この他に、創業板上場企業の財務状況とメインボード・中小企業板上場基準と比較したところ、メインボードの上場基準の「発行前株式資本総額」を満たしていない創業板上場企業は新開源（銘柄コード：300109）の 1 社のみで、反対に「発行前株式資本総

<sup>4</sup> 朱宏任：「創業板公司必須符合兩高六新（創業板上場企業は“二大ハイテク分野、六大新興分野”に該当しなければならない）」（<http://finance.ifeng.com/roll/20091023/1380757.shtml>、2010 年 12 月 15 日時点）

図表 1 メインボード・中小企業板の主要財務基準を満たす創業板上場企業 141 社の内訳

市場	主要財務基準		基準を満たす	基準の2~10倍を	基準の10倍以上を
			企業の比率	満たす企業の比率	満たす企業の比率
創業板	株式資本	発行前純資産2,000万元以上	100.00%	63.12%	36.88%
		発行後株式資本総額3,000万元以上	100.00%	7.04%	92.96%
	収益	条件1 直近2年間の純利益が累計 1,000万元以上	100.00%	75.89%	24.11%
		条件2 純利益500万元以上	100.00%	68.09%	29.08%
メインボード・ 中小企業板	株式資本	発行前株式資本総額3,000万元以上	99.29%	51.06%	2.13%
		発行後株式資本総額5,000万元以上	100.00%	24.82%	65.18%
	収益	条件1 直近3年間の純利益がそれぞ れプラス、かつ累計3,000万 元超	100.00%	92.86%	3.57%
		条件2 直近3年間の経営活動で得た フリーキャッシュフローが累計 5,000万元超	数値なし	数値なし	数値なし
		直近3年間の営業収入が累 計3億元超	数値なし	数値なし	数値なし

(出所) 深圳証券取引所創業板 (<http://www.szse.cn/main/chinext/>)、国泰安データサービスセンター (<http://www.gtarsc.com/>)

額」と「直近3年間の累計純利益」においては、上場基準の10倍を満たしている創業板企業がそれぞれ3社、5社あることが分かった。このことから分かるように、現時点での創業板上場企業は、必ずしも「中小規模の成長型企业」とは言えず、中には設立10年を超える企業も少なくない。つまり、現在の創業板には、高い成長性が見込まれ、ハイテクを強みとする中小企業に該当する企業はほとんどなく、反対に成熟期に入った大手・中堅企業が多く含まれている。このように、大手・中堅企業が創業板に参加することで、極めて限りある市場の資源がこれらの企業に奪われてしまっているのである。創業板の実際の上場基準は知らず知らずのうちに法律上想定した条件を大幅に上回り、法律による規定が形骸化してしまっている。「時価総額500万元から上場可能」といううたい文句は机上の空論となり、イノベーション型中小企業に相応しい規模の資金調達を提供するという創業板の当初の目的は実現できていない。もし上場基準の質的な引き上げがこのまま放置されれば、創業板は最終的には第二の中小企業板になってしまい、中国の資本市場やハイテク産業の健全な発展が著しく阻害されるため、注意を払わなければならない。したがって、上述したことが示すことは、創業板に関連する法律の制度設計は、商業ベースに適しているかどうかという基本原則や、市場の合理的な需給関係、市場の発展の方向性に合致すべきということである。これについては後述することとする。

## 2) 創業板の粉飾決算の黙認

第二に、現在の創業板の位置づけは合理性を欠き、上場企業の粉飾決算が黙認され、重大なモラルハザードが生じていることが挙げられる。

上場申請する企業の観点から見ると、上述したように創業板の上場基準は実質的に引き上げられているため、多くのイノベーション型中小企業が門前払いの憂き目に遭っている。しかし、その上場基準を満たすかどうか、また、中小企業・成熟企業であるかどうかに関わらず、現行制度では粉飾決算が行われ、それが黙認されているのが事実である。会社の成長・拡大のため

に資金調達を急ぐ企業にとって、創業板の魅力は抗いがたいものがある。このため、上場基準が大きく上がっても、中小企業は手を尽くして上場の機会を掴もうとする。企業価値が基準を満たさない場合は、財務情報の粉飾という手段を通じて資金調達への近道を探ることとなる。成熟企業の場合、成長性の低さをごまかすために、不法な手段を講じて営業収入の伸び率など企業の成長性を示す指標を粉飾し、市場の関心を買っている疑いが強い。創業板に関する現状分析からも分かる通り、現行の発行制度の欠陥は、投機筋が「資金の囲い込み」を狙って実体のない会社を創業板上場させる抜け道ともなっている。このような状況下では、粉飾決算の回避は難しい。

証券会社の観点から見ると、創業板で IPO を行う企業の「三高（公募価格、株価収益率、資金調達の高止まり）」現象と彼らの利益追求は密接に関係している。引受手数料の数倍にも達する超過手数料（調達資金が予定を上回った場合の上乗せ分）が、証券会社の新たな収益源となっているためである。財務情報の粉飾が「三高」を助長している上に、証券会社は「利益の山分け」という暗黙の了解の下、巨額の超過手数料収入を逃すまいと、最低限の道徳心をも捨て去り、上場予定企業のこうした行為を黙認しているのである。

実際、メインボードや中小企業板上場企業の近年の財務報告を見ると、2008 年の米国の金融危機発生後、メインボードと中小企業板上場する企業の 98%以上が、大幅な減益もしくは赤字となっている。一方、創業板上場企業の財務報告を見ると、98%以上の企業が 2008 年の営業利益において前年比プラスとなっている。証券法に基づく分析や海外のベンチャー市場の経験から、中小企業は一般的に上場当初は勢いが弱く、特に不景気の影響を真っ先に受けやすいことで知られている。創業板上場企業の財務報告で、上述したことと逆のことが示されたことについては、粉飾の疑いが強いと言わざるを得ないだろう。創業板の決算報告をめぐるのは、2010 年初頭に同花順網絡信息股分有限公司が粉飾決算をしたとの情報がインターネットで報じられている<sup>5</sup>。これは個別の事例に過ぎないとはいえ、創業板の発行制度を改善しなければ、粉飾決算を根絶することは難しいであろう。

### 3) 創業板の発行制度の不備

第三に、創業板の発行制度をめぐる欠陥が、上場企業の成長性や質の低下をもたらしていることが挙げられる。

現在、市場が企業の成長性を判断する 3つの指標として、①営業収入の増加率、②純利益の増加率、③粗利益率や純利益率の成長性が挙げられる。100 社を上回る創業板上場企業について、成長率や成長の質、成長をもたらす内部要因及び外部環境という 4つの視点から行った既存の実証分析を見てみると、ほとんどの企業が、上場前の成長性において、メインボードや中小企業板の平均を上回っており、表面上は楽観的とも言える結果となっている。しかし、実際には、現行の発行制度は欠陥があるため、企業の成長性や質は低くなっており、これは疑いよりのない客観的事実である。

創業板そのものの役割は、高成長が見込まれる中小企業やハイテク企業に適切な資金調達の場を提供することである。創業板上場する企業はメインボード、中小企業板上場企業より

<sup>5</sup> 「創業板年報第一股涉嫌造假 54 家公司業績預告“変臉”（創業板の年次報告で初の粉飾疑惑、54 社の業績が“赤字転落”する可能性あり）」

も高い成長が見込まれることが前提であり、それが本来のあり方である。そのため、現在の実証分析からだけでは問題を説明することは難しい。創業板の上場企業が成長性をめぐって最初に直面する課題は、必要以上に調達してしまった資金を振り向ける投資先が見つからず、企業の収益率が低下してしまうことである。総資産利益率（ROA：return on assets）は企業の発展・拡大や投資家への配当に直接関係し、企業の成長性を判断する重要なものさしである。ROA が低下すれば、当然のことながら上場企業の高い成長性の維持に対する投資家の信頼が損なわれ、市場の評価にも影響を来す。また、これを回避するためには、短期間で巨額の資金の振り向け先を決めなければならないが、これらの企業経営者は多くが工学系の技術畑出身であり、新規プロジェクトを慌ただしく立ち上げたり、無計画に既存プロジェクトの規模を拡大したりすれば、企業の経営リスクを増大させてしまい、企業の質を低下させる悪い結果をもたらすことになる。このことから分かるように、現行の発行制度の欠陥のために多くの上場企業が経営状況を悪化させることとなっている。特に注目すべき点は、創業板では、上場前に発行された株式の公開取引が解禁される前の約半年間で、上場企業の幹部約 40 人（企業の創業者も少なくない）が辞職していることである。企業の幹部は経営レベルや収益性を最も良く知る者であり、これら幹部の辞職は企業の成長性や質に対する市場の評価をさらに損なうこととなる。

この他に、統計によると、創業板の上場企業数は創設から 1 年が経過した時点で既に 100 社を超えている。うち約 60 社が製造業、約 20 社が IT 企業で、この二業種で創業板の株式発行額の 87% を占めている。また、創業板の上場企業の多くが伝統産業に属しており、中国の七大国家戦略的新興産業に該当する企業はわずか 54 社、全体に占める割合は 43.9% に過ぎない。つまり、外部環境から現在の創業板上場企業を分析すると、半数以上の企業は国家の産業政策および産業構造改革の流れに反し、斜陽産業あるいは斜陽化しつつある産業に該当している。このため、創業板の市場としての潜在能力は非常に限定的となっており、上場企業の成長性や質が維持されているかどうか非常に懸念される。しかも、Wind の統計によると、2010 年上半期時点でデータ比較が可能な 105 社のうち、21.9% にあたる 23 社が減益となり、上場後に業績が悪化した企業も少なくない。2008 年、2009 年、2010 年上半期で増益率が 30% 以上となった企業はわずか 19 社である。業績やバリエーション等の面で更に分析すると、創業板上場企業 123 社のうち、安定的で高い成長性があるとされる企業はわずか 5 社のみであった。しかも、創業板と中小企業板の企業業績を前年比及び前期比で比較すると、中小企業板企業の方が高い成長性を示していることが分かった<sup>6</sup>。つまり、創業板の現行の発行制度の下では、上場企業の成長性や質を担保することは困難であるということである。

#### 4) 設立当初の目的からの乖離

最後に、創業板の現行の発行制度と、中小規模の株式発行を奨励するという創業板の当初の目的からの乖離が、上場資源の多大な浪費に繋がっていることが挙げられる。以下では、その理由を 2 つの側面から分析することとする。

<sup>6</sup> 「創業板周年反思録 No.7 虚幻的高成長（創業板の 1 年を振り返って No.7 まやかしの高度成長）」  
(<http://finance.sina.com.cn/focus/cybxhdgcg/index.shtml>、2010 年 12 月 15 日時点)

### （１）超過募集資金による資源の浪費

第一に、創業板上場企業の面から見ると、計画を大幅に上回る資金調達、有効活用するべきがなく、資源の浪費を招いているということである。

上述したように、中国の創業板では常軌を逸した資金が集まるという現象が起きているが、大量に供給された想定外の資金を如何に活用するかが、企業のイノベーションや発展を目指す経営陣にとっての課題となっている。膨大な資金の活用をめぐるかは、投資に充てるべきか否か、投入時期はいつにするか、合法的な利用ができるか否か等が問題となるが、実際、どれを選んで資源の浪費になる可能性が高い。また、資金を遊ばせておいたとしても、大きな資源の浪費となる。資金を活用する場合でも、新規プロジェクトの立ち上げや、適切な投資先の早期選定は困難で、適切な活用は難しい。しかし、不適切な活用をするよりは、遊ばせておく方がましである。深圳証券取引所は 2009 年、「創業板信息披露業務備忘録第 1 号—超募資金使用（創業板の情報開示にかかる覚書第 1 号—超過募集資金の活用）」（以下、覚書）を発表し、上場企業の募集資金が口座に着金してから 6 か月以内に、超過募集資金の活用計画を作成するよう求めた。しかし、巨額の資金に対して、新規プロジェクトの収益性に関する事前検証をわずか 6 か月以内で終了としても、上場企業が、その慌ただしく着手した新規プロジェクトを着実に遂行できるかどうか、また、今回の投資が今後の企業の発展にとって足かせとなるかどうか、あるいは新たな収益源となるかどうか等に関する実証が待たれる。覚書では、超過募集資金の用途に厳しい制限を設けているものの<sup>7</sup>、遊休資金や早急にこしらえた新規プロジェクトに充てることで、債務の返済や運転資金へ充当することよりも資本の強化および企業の発展・拡大において遥かに効果があるとは考えにくい。統計によると、2010 年 5 月 5 日、創業板上場企業 44 社が超過募集資金の活用計画を発表したが、うち 70.88%が遊休資金となり、どの業界・分野にも投資・活用されないことが判明した。遊休資金は総額 110 億元に上り、産声を上げたばかりの企業にとって、これら巨額な資金は莫大な資源の浪費であることに疑いの余地はない。

### （２）取り残されたイノベーション型中小企業

第二に、創業板の資源という面から見てみると、多くの成熟企業が創業板上場を認められたことで、未上場のイノベーション型中小企業が上場による資金調達の機会を逃してしまっていることである。

現在の中国の創業板はまだ成熟しておらず、規模も小さく<sup>8</sup>、提供できる資源もかなり限られている。上場競争が熾烈な創業板において、一定の規模を超えた成熟企業が 1 社上場することは、創業期にある中小企業 10 社以上の上場機会を奪っていることを意味するが、現実的には、そのような事態が起きているのである。一部の研究者は、「中国の監督管理部門は、355

<sup>7</sup> 例えば、覚書では超過募集資金を会社の主要業務に充て、証券投資や信託・資産運用、金融デリバティブ商品への投資、ベンチャー投資等のハイリスク投資、他者への財務支援に充ててはならないと強調している。超過募集資金を恒久的な運転資金や銀行の債務返済に充てる場合は、12 か月間の累計金額が超過募集資金の総額の 20%を超えないこと、審査手続きにおいて取締役会で 3 分の 2 以上および社外取締役全員の同意を得ること、保証推薦会社の承認を得ることと規定している。

<sup>8</sup> 董登新教授は『正確看待中国創業板初期問題（中国の創業板の初期問題に正しく対応する）』の文中で、「2010 年 10 月 30 日、つまり中国創業板は開設一周年を迎えたが、上場企業数はわずか 134 社で、時価総額は 6,000 億元（中国石油の 1/3 未満）にも満たず、また、流通株式時価総額は 1,500 億元（中国工商銀行の 1/8 未満）にも満たない」と述べている。



社に対して最大 2 億元の資金調達と上場機会を与えず、代わりに『金くい虫の子供』100 社の育成に充てた。創業板は『平民向け中学』ではなく、『貴族向け学校』になってしまった<sup>9</sup>と厳しく指摘する。行政介入の色彩が濃い現行制度において、上場できる企業が非常に限られているにもかかわらず、管理当局は創業板の法定上場基準を大きく上回る企業に対して、上場前審査、発行状況の監督管理、取引過程での継続監督に至る全ての過程で、大量の人材・物的資源を費やさなければならず、さらに超過募集資金の問題がなかなか解決しないことで監督管理業務の難易度が高まり、コストの問題に繋がっている。この結果、行政担当者には、資金調達を最も必要とする中小企業の株式公開を支援する余力が無くなってしまっている。一方、引受証券会社も利益の見込まれる上場案件を求めており、収益性を考慮した場合、イノベーション型中小企業を敬遠して、後述するように、より規模の大きい成熟企業向けのサービスに特化してしまうのである。

要するに、創業板は、高い成長性とイノベーション能力を持った中小企業向けに中小規模の資金調達の場を提供し、中小規模の株式発行を奨励するという基本的な役割に回帰する必要がある。同時に、有効な措置を多く打ち出し、上述したような創業板の現行発行制度の欠陥がもたらした様々な悪影響を改善しなければならない。

## II. 中国創業板の発行制度の改善に関する提言

上述した発行市場の問題については、中国の資本市場を取り巻く特有の環境と現状を踏まえた上で、証券の発行・取引の基本ルールに従い、法律制度上必要な設計や改善を加えるべきだと考える。その過程においては、先進国の経験を参考とし、適切な法律を導入して制度面から市場を支えつつ、中国市場の発展過程におけるこれまでの成功モデルも十分に勘案すべきである。そして、市場に合った現実的な制度を整備し、発行過程で発生する弊害に対処して発行制度の合理化を図るべきである。

### 1. 一般投資家の持ち株比率に関する規制の緩和

#### 1) 現行の一般投資家の持ち株比率の問題点

「深圳証券交易所創業板股票上市規則（深圳証券取引所の創業板の株式上場規則）」の第 5 条第 1 項第 1 号では、発行体が創業板へ上場を申請する場合、「公開株式数が会社の発行済株式総数の 25% 以上であること、会社の株式資本総額が 4 億元超で、うち公開株式の比率が 10% 以上であること」を満たさなければならないとしている。この規則は、創業板上場企業の株主の分散化を図り、株式売買の活発化を維持することを目的としている。上場企業の一般投資家の持ち株比率や株主の分散化に関する具体的な条件を証券法で規定している国は多く、例えば、ロンドン証券取引所では、上場企業の一般投資家の持ち株比率を発行済株式総数の 25% 以上と定めている。また、NY 証券取引所の上場規則でも、一般上場企業の一般投資家の保有株数を 110 万株以上とし、100 株以上を保有する株主を 2,000 人以上と定めている。「非

<sup>9</sup> 劉紀鵬、曹鳳岐、席濤：「対創業板公平和効率欠失的反思（創業板の公平と効率の欠如に対する反省）」『資本市場』2010 年第 10 号

米国系企業」に対しては、さらに厳しい条件が課される。ナスダック・グローバル・セレクト・マーケットの上場基準では、一般投資家の保有株数を 125 万株以上、時価総額を 7,000 万ドル以上と定めている。台湾の証券法では、1,000~5 万株を保有する記名株主を 300 人以上とし、かつその合計株式数が発行済株式総額の 10%以上もしくは 500 万株超と定めている。現在、創業板の株主の分散化に関する規定は、メインボードと同じ規定を用いている。これは株式売買の活性化を目的としたものであるが、現状は上場企業にとって重い負担となっている。既に述べたように、創業板の発行制度の役割は、中小規模の株式発行を奨励することである。成長期にあるベンチャー企業は発展・拡大に必要な資金を求めているが、メインボード企業が必要とするほどの資金を求めている訳ではない。上述した一般投資家の持ち株比率に関する規制は、創業板上場する場合、企業は少なくとも発行済株式総数の 25%以上（株式資本総額が 4 億元超で、うち公開株式の比率が 10%以上）の株式を公開しなければならないと定めているが、実際には、多くの上場企業が PE の導入によって発行済株式総数が増加し、公募による資金調達額が実際のニーズを大幅に上回っているのである。創業板でのこれまでの発行状況を見てみると、多くの企業で、一般投資家の持ち株比率が下限ぎりぎりとなっている。一般投資家の持ち株比率に関する規制は様々な要素を考慮した上での措置であるが、創業板上場企業が本来必要とする資金が一般投資家の持ち株比率よりも少ないのであれば、この規制自体が、企業の超過募集金額の最大の要因の一つになっていると言えるだろう。

## 2) 一般投資家の持ち株比率に対する適切な緩和の実施

こうした中国の創業板の現状を踏まえると、上述した一般投資家の持ち株比率に関する規制は適切な水準に修正されるべきである。例えば、5~10%の引き下げである。その理由は、第一に、一般投資家の持ち株比率の下限を引き下げることによって、資金需要の小さい企業は、公募による資金調達額を抑えることができるからである。この下限の引き下げは、株式公開の最低限度額の引き下げを意味しており、株式資本が一定であれば、企業は一般投資家向けの株式発行数を減らさなければならない。中国の株式市場が全体的に供給過剰状態にあることを踏まえると、発行株式総数が減少することで発行価格がやや上昇するものの、発行時の株価収益率（PER）は適正範囲内に留まり、発行体と引受証券会社が適切な発行価格に調整するだろう。募集総額＝発行株式数×発行価格であることから、募集総額の減少は、資金需要の小さい企業にとって資金調達額を抑えることができ、上場基準を満たすために発生する超過募集資金を回避することができるのである。第二に、非流通株改革が既に完了している現在、つまり株式取引が完全に自由化されている現在においては、こうした制限はもはや本来の意義を欠いているからである。かつての中国の上場企業の発行株式は、自由に取引できない国有株や法人株の割合が高く、株式の流動性に大きな影響を与えていた。このため、上述したような一般投資家の持ち株比率に関する規制は、上場企業の流通株式を確保し、株式取引を維持するという大きな意義を持っていた。一方、創業板上場企業には、発行済株式総数の大部分を占める非流通株は存在しないため、これまでのメインボードの制度を踏襲し、一般投資家の割合を一定以上維

持させることは、もはや「大小非」<sup>10</sup>時代（非流通株の取引自由化に向け、株主の持ち株比率に応じて段階的に流通株への移行を進めた期間）のような意義を成さなくなっているのである。さらに、創業板で既に発行された株式の取引状況を見てみると、売買は活発であり、株主の分散化を懸念する必要はなくなっている。深圳証券取引所のデータによると、創業板は投資家に人気が高く、2009年10月30日から2010年10月27日までの間、同市場の1日あたりの売買回転率は9.53%に達し、同期間のメインボードの2.13%や中小企業板の3.32%を大きく上回っている<sup>11</sup>。一般的に、売買回転率が高ければ、投機マネーや一般投資家の割合も高いと考えられている。これらの創業板の発行・取引状況を踏まえると、上場企業の発行条件にある一般投資家の持ち株比率に関する規制は適切な水準に引き下げられることが望ましい。株主の分散化を確保しながら、取引の活発化を維持し、募集資金の減少による企業の負担を軽減し、そして募集総額を抑えることで、法制度に起因する過剰募集資金による資源の浪費を回避すべきである。

## 2. 発行済株式の公開制度改革の実施

発行済株式の公開とは、IPO時に、既存株主が自己保有株式の一部を売却することを指す。中国の資本市場は、資金調達機能ばかりが強調されており、その結果、新株発行によるIPOがほとんどである。一方、海外の成熟した資本市場においては、発行済株式の公開と新株発行は共に、市場主体の自主的な選択に委ねられており、市場化された発行制度のもとで共存している。学者の通説によると、発行済株式の公開のメリットは、①保有株を減らしたい株主が一部の株式を売却して現金化することができること、②合理的なIPO価格の形成と流動性の向上を促進できること、③流通市場における買収・合併（M&A）や外部によるガバナンスメカニズムの形成に有利であること、④ベンチャー投資企業の発展に有利であること、が挙げられる。同時に、発行済株式の公開にはデメリットもある。発行済株式の公開を行うことで、投資家が企業の将来性に疑問を抱き、発行市場や流通市場における株価にも影響が及びかねず、また、内部関係者のモラルハザードが増大する可能性もある。さらに、発行体が発行済株式の公開の株数を調整することで、投資家にとって不利な情報が隠されてしまう恐れもある<sup>12</sup>。

「公司法（会社法）」では、「発行体は、会社設立日から起算して1年間は自社株を譲渡してはならない。企業は、株式公開前に発行した株式を、証券取引所に株式上場した日から起算して1年間は譲渡してはならない」と規定している。発行済株式の公開に対する規制の在り方については、学界や実務界を問わず、依然議論が行われているが<sup>13</sup>、本稿では、現行規定の下で発行済株式の公開の可能性については論じない。しかし、将来的には、創業板上場予定企業に対して、IPO時に一定（例えば10%）の発行済株式の公開を義務づける一方、発行済株式の公開対象には

<sup>10</sup> 非流通株改革で売却可能となった従来の非流通株が一度に大量に市場に放出されないように売却制限を付けたものを意味する。「小非」は、保有株式が発行済株式数5%未満の非流通株株主が売却する場合、非流通株改革後12カ月後に売却が解禁される。「大非」は、保有株式が発行済株式数5%以上の非流通株株主が売却する場合、非流通株改革後12カ月間は売却できず、その後、次の12カ月以内ならば発行済株式数の5%、24カ月以内ならば10%を超えない範囲で売却が解禁される。この2種類の非流通株を合わせて「大小非」という。（以上、記者注）

<sup>11</sup> 深圳証券取引所 HP (<http://www.szse.cn/main/marketdata/tjsj/jbzb/#>、2010年12月9日時点)

<sup>12</sup> 蔣学躍：「創業板 IPO 存量発行法律制度研究（創業板上場における発行済株式の公開に関する法律制度研究）」『政治与法律』2010年第2号95-96頁

<sup>13</sup> 蔣欣、李全：「創業板超募現象解析（創業板の過剰募集資金現象に関する解析）」『中国金融』2010年第2号49頁

制限を設けず、公開後のロックアップ期間も設定しないよう、法律で明文化すべきであると考えられる。その理由は、第一に、発行済株式を公開することで、新株の大量発行による過剰な資金調達を抑制できる上、新株の上場初日は株式供給量の増加につながるからである。投機的売買による市場への影響を減らし、売却制限付き株式の蓄積を防ぎ、また創業板に存在している過剰募集資金の問題を適切に解決することができる。これは合理的なIPO価格の形成を促進する上で非常に効果的である。第二に、発行済株式の公開に関する改革によって、大株主による上場企業の資金の不正利用問題が改善されるからである、また、ロックアップ期間終了後の売却制限付き株式が証券市場に与える影響も減らすことができ、証券市場の健全な発展に寄与する。さらに、発行済株式の公開は、成熟した市場では普通に行われている株式公開の手法であるが、株式資本の小さい創業板の上場企業を対象に試験運用を行えば、合理的なIPO価格の形成と過剰に募集された資金の問題をある程度抑えることができ、メインボードの新株発行制度改革に貴重な経験をもたらすからである<sup>14</sup>。そして最後に、発行済株式の公開の目的は、発行市場、流通市場の分断を緩和するからである。もし、発行対象あるいは発行目標にロックアップ期間を設けた場合、市場の分断がさらに進み、発行市場への参画に不公平性をもたらし、上述した目標の実現は困難となる。

特に注意すべき点は、発行済株式の公開は成熟した資本市場であっても、一部の株主による流動性プレミアムの獲得が問題となっていることである。但し、市場の情報伝達と法律・監督管理システムが適切に機能していれば、こうした問題が深刻化することはない。また、中国の資本市場では、以下による原因で、発行済株式の公開が投機家の道具にされてしまうリスクが存在している。第一に、IPOの価格決定システムが市場化されておらず、新株に対する投機行為の影響で、上場時のプレミアムが先進国を大きく上回っていることである。第二に、集団訴訟制度が欠落しており、株式発行時の詐欺行為に対する賠償制度が整っていないため、違法行為に対する代償が非常に少ない、もしくはゼロに近いことである。第三に、発行制度が合理性を欠いていることである。例えば許可制の発行制度の下では、引受証券会社は責任とリスクを負う必要がほとんどないため、発行体を規制する動機に欠ける。第四に、上記の3つの原因と、中国の資本市場の情報伝達システムの未整備により、関連当事者<sup>15</sup>の発行済株式自体が有効な情報として伝達しにくくなっていることである<sup>16</sup>。このため、将来の発行済株式の公開に関する法整備にあたっては、発行済株式総数に占める発行済株式の公開比率に規制を設けるほか、該当株式を保有する株主を区分すべきである。例えば、企業の創業者が保有する発行済株式を公開する場合については厳しい規制を設けるなどといったものである。また、情報開示制度の強化や、保証推薦会社および財務顧問の責任強化により、市場参加者に対する詐欺行為を防ぐべきである。

以上のことから、発行済株式の公開制度を改革し、既存株主の持ち株数を減らすことは、創業板の深刻な過剰募集資金問題の解決に大きな効果をもたらすだろう。制度の欠陥を悪用されるリスクはあるものの、証券市場の発展にとって利点が大きいと見られるため、将来の中国証券市場の発展・改革はこの方向に向かうだろう。

<sup>14</sup> 馮曉、崔毅：「創業板超募現象的制度性思考（創業板の過剰募集資金現象に関する制度面からの考察）」『财会月刊』2010年第8号33頁

<sup>15</sup> 関連関係にある企業。関連関係の定義は、会社法第217条によれば以下の通りである。会社の支配株主、実質的支配者、取締役、監査役、高級管理職と、その直接あるいは間接的に支配する企業との関係、および、会社の利益移転につながる可能性があるその他の関係。但し、国が持分を支配する株主である企業間では、国に支配を受けているということのみにより、関連関係があるとする。

<sup>16</sup> 蒋学躍：「創業板IPO存量発行法律制度研究（創業板IPOにおける発行済株式の公開に関する法律制度研究）」『政治与法律』2010年第2号100頁

### 3. 株価収益率（PER）に対して必要な行政規制

#### 1) PERに基づく発行価格の決定

中国の株式市場では現在、発行価格を決定する際の尺度として主に株価収益率法（P/E ratio、PER）を使用している。この手法は、上場予定企業と業界の特徴や財務状況、自己資本の規模が類似する企業を株式市場から選択し、その株価や1株当たり利益を基にPERを算出し、市場動向やマクロ経済情勢、金利水準などを勘案し、現時点の適正な平均PERを算出するものである。この仮定は、上場予定企業と業界の他の企業との比較が可能であること、そして他の企業の市場価格が正確であることが前提となる。

上海・深圳両証券取引所が設立される以前は、中国の株式発行は私募発行方式の色彩が強かったが、上海・深圳両証券取引所の設立以降、新株発行は公開募集方式が採用されるようになり、「ブックビルディング—競争入札—ブックビルディング」という過程を辿ってきた。1993年から1998年まで、IPOの価格決定システムは固定価格方式が採用され、証監会の規定では、株式発行時PERは15倍以内とされていた。この当時の株式発行時PERは通常13~15倍程度であった。1996年12月までは、証監会が株式の発行価格の決定に採用していたPER基準は15倍であり、その根拠は1株当たり利益の予測に基づくものであった。1998年3月から1999年3月までは、新株発行価格の決定方法は、1997年1月以前の規定が再び適用されることになり、新株発行価格は発行当年の加重平均による1株当たり利益の予測をもとに決定され、PERは15倍であった。1999年3月から2001年6月までは、株式発行数が行政に厳しく規制され、証監会は新株発行に関して「市場化価格決定モデル」を打ち出した。発行数量は行政が単独で決定しているため、この市場化モデルは「片手落ちの市場化価格決定モデル」と呼ばれ、実際には投資家の利益を著しく棄損していた。1999年3月、証監会は「股票発行定価分析報告指引（株式発行の価格決定分析報告手引）」を発表し、発行体に対して、引受証券会社と共同で作成した価格決定分析報告を提供するよう求めた。これは、証監会が発行価格を法律に基づいて承認する重要な根拠の一つとなり、証監会はその後、株式発行時PERを規定しなくなった。しかし、この「片手落ちの市場化価格決定モデル」によって、多くの銘柄で株式発行時PERが40倍を超える事態となった。例えば、閩東電力の発行価格は1株11.50円で、株式発行時PERは88.69倍に達した。2001年7月以降、新株発行体制は審査・批准制から審査・認可制に変更され、株式発行時PERが再び審査対象となった。発行体の利益予想は奨励されなくなり、前年の1株当たり利益を基に、PERが20倍を超えないよう求められた。さらに、IPOの資金調達額に上限が設けられ、発行前純資産の2倍以内となった。このような固定化されたPER基準は、上場企業間の資質の優劣を反映することは難しく、業績見通しの良い高成長企業の発行価格が明らかに低く抑えている状況を作り出してしまった。「片手落ちの市場化価格決定モデル」の誤りは是正されたものの、発行体に新株発行価格を操作できる恰好の抜け道を与えてしまった。発行体は「発行前年の1株当たり利益」を操作するだけで、20倍もの発行プレミアムを獲得することができ、あらゆる方法を講じて「発行前年の1株当たり利益」を引き上げたため、実質PERは名目PERの20倍を遥かに上回った。近年、証監会はPER規制を緩和しつつある。2004年版「証券法」第28条では、「株式発行時にプレミアムを付ける場合の発行価格は、発行体と引受証券会社の協議に基づく」と規定した。しかし、この株式発行時PERの規制緩和によって、発行体の利益が守られたことは客観的事実であるが、逆に投

資家は初値が発行価格よりも小さくなるリスクに直面したのである。その後の証券法の改訂で、上述した規定は撤廃されたものの、PERの規制緩和は変わっておらず、創業板の株式発行時PERの高騰が続いている。

## 2) 高水準のPERに対する適切な規制

周正慶（元証監会主席（任期は1998年3月～2000年2月））時代のように、株式発行時PERを規制することで発行価格を適正範囲に抑え、発行・流通市場における株価の乖離を是正することは中国の国情に見合った正しい選択であると考えられる。その理由は、第一に、発行方式が市場化されていなければ、価格決定方式を完全に市場化することは不可能だからである。現在、中国の株式発行審査制度と証券取引所のオンラインシステムを使った発行方式は、発行市場での競争を厳しく規制しており、株式の供給不足に起きている。供給が規制されている状況下で、発行価格の規制のみを緩和したとしても、形成された価格は市場価格ではなく管理価格に過ぎないのである。このため、株式発行時PERの規制だけを緩和しても、市場化に向けた改革の方向性にそぐわないのである。株式発行の市場化こそ中国の株式市場の目標であり、市場化のプロセスの中で最も重要なことは、発行価格のみを自由化することではない。逆に、株式市場の供給が厳しい規制を受けている状況下においては、依然として価格を継続的に管理することが必要である。発行価格を規制した場合、巨額の資金が発行市場に集中し、不正を引き起こす恐れがあるが、株式発行時PERの規制を緩和してしまうと、発行体の過剰募集資金現象が過熱しかねない。両方の影響のバランスを考えると、やはり発行価格の規制を選択すべきである。株式発行の市場化に関する適切なプロセスは、発行市場での競争の開放、株式発行の総量規制の撤廃、株式市場の需給バランスの形成、価格規制の緩和の順に行い、最終的に完全な市場化を実現することである。第二に、現在、新株の発行価格を完全に市場化してしまうと、発行・流通市場で株価の乖離が生じ、株価のボラティリティも大きくなり、同時に、発行体の余分な資金調達を助長し、市場の規範化と安定化を阻害してしまうからである。株式発行時PERを規制することで、発行体の無計画な資金調達をある程度抑えることができ、資金ニーズの多い発行体は発行数を増やすことで問題を解決することができる。PERを一定範囲内に抑えることは、すなわち、証監会が流通市場の適切なPERを望んでいるということを市場に伝え、流通市場における適切な株価形成に有効である。第三に、実証研究の結果が示す通り、現在、PERに規制を設けることは現実的に意義があり、規制を完全に撤廃してしまうと逆効果になりかねないからである。PER規制の変更前後の上海証券取引所の株価は、「株式発行時PERの規制撤廃」措置が企業の利益に与える影響は限定的と見ており、逆に発行価格の合理性は負の影響しか持たないことを示している。もし、現在の発行価格の決定方式を基本的に維持するのであれば、改善することはできても、証監会の要求する目標を実現することは困難である<sup>17</sup>。株式発行時PERを適切に規制することは、新株発行による市場への影響を軽減することができる。新株発行が流通市場に与える短期的な影響を軽減し、発行市場の安定的な運営を保証し、市場規模の持続的な拡大を実現することは、新興市場である中国にとって、長期にわたって考慮すべ

<sup>17</sup> 姚輝、朱衛華：「取消股票發行市盈率限制性的實証研究（株式発行時 PER の規制撤廃に関する実証研究）」『華東經濟管理』2001年4月79頁

き重要な課題である<sup>18</sup>。

このため、完全市場化の条件が整わない創業板においては、公権力を借りて高騰する PER を強制的に抑制し、株式発行時 PER を規制する臨時措置を取ることが望ましいと考えられる。具体的には、証監会が創業板の株式発行時 PER の上限を規定すると同時に、補助的な措置として一定の推奨範囲を設けることである。また PER の上限を超えた価格設定に対しては審査委員会の認可を与えず、PER が推奨範囲外となった場合についても、認可を与えないことである。PER の上限を高め設定すれば、行政による過剰な介入も回避できるだろう。この他に、変動範囲を通じて発行価格を調整することは、発行価格を抑制するのに有効であり、企業の具体的な状況に応じて、価格評価規則に則った価格へと誘導することにも有効である。上述した方法は、創業板の PER の高止まりを改善し、効率とリスクのバランスを保つことができる。また投資家の創業板に対する投資意欲を維持する上でも役立つ。

#### 4. 適切な証券会社のインセンティブ制度の構築

##### 1) 適切な資金調達規模の具備—株式発行・上場の基本ルール

世界各国のベンチャー市場の株式発行の状況を見てみると、ほとんどの国で、ベンチャー市場の上場基準は、大型企業が上場する東証1部のようなメインボードの上場基準より大きく下回っている。しかし、実際にはベンチャー市場の上場企業の多くは、上場基準を大幅に上回る時価総額となっており、法律で定められた上場基準は有名無実化している。また、法律が想定する資金調達の条件よりも大幅に上回り、数字上ではベンチャー市場の上場基準を満たしているにもかかわらず、商業ベースに適していないという名目で証券会社に敬遠され、保証推薦会社を見つけれない中小企業が多い状況にある。これは、後述する新株予約権証券（ワラント）方式の分析からも実証されるように、中国の創業板でも同様の問題が存在している。これによって、資金を提供する場という本来の役割を果たせなくなり、多くのイノベーション型中小企業が資金調達の機会を得られず、非イノベーション型企業に創業板の資源を奪われてしまっているのである。この状態が長引けば、創業板の役割は機能しなくなり、資本市場の健全な発展にも悪影響を及ぼすことになる。

本稿は、その最大の原因は、現在の創業板上場制度に関する法律・関連規則が、採算に合うかどうかという商業ベースの基本原則に合致していないことであると考えられる。

創業板は、メインボードや中小企業板に比べて純利益の基準が低く設定されている。証監会が公布した「首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法（新規公開株式並びに創業板への上場に関する管理弁法）」第10条によると、発行体の純利益の基準は、直近2年連続黒字で、2年間の純利益が累計1,000万元以上かつ連続増益、または直近1年間の純利益が500万元以上と規定している。上場予定企業の当年の税引き後利益が500万元であると仮定し、理論的に正常な水準であるPER15~20倍として計算した場合、資金調達額は7,500万元から1億元と

<sup>18</sup> 馮巍、陳向民：「我国新股發行對市場指數短期走勢影響的實証研究（中國的新股發行對市場指數に与える短期的な影響に関する實証研究）」『上海証券報』2002年6月17日

なる<sup>19</sup>。このような状況下で、もう一点問題となっているのは、創業板への上場の際には引受手数料を証券会社に支払う必要があるが、これが上場予定企業にとっては重い負担となっていることである（資金調達額を 1.5 億円として計算した場合、証券会社の引受手数料が下限の 800 万円だとしても、IPOにかかるコストは資金調達額の 5%を超えてしまう）。さらに、保証推薦管理弁法や活動手引は、保証推薦会社の職責を非常に細かく規定しており、保証推薦会社が行うべき指導・推薦の作業は煩雑になっている。しかも、創業板上場企業に対する保証推薦期間は、中小企業板より長く、投資銀行が創業板の上場プロジェクトを手がける場合のコストはメインボード、中小企業板と変わらないにも関わらず、リスクは非常に大きい。また、収益が限られる一方、上場手順が煩雑であるため、証券会社は発行規模の小さな企業の創業板上場に積極的でない。しかも、創業板での発行額はメインボードに比べて小さく、発行体の資金調達額は限られている。株式の発行価格が低すぎれば、発行体は必要な資金量を調達できず、引受手数料や仲介料、発行価格の規制などでコストが高くなり、経済効率の面で折り合いがつかなくなる。一方、発行価格を高くし過ぎれば、証券会社の責任や引受リスクが増大し、投資家の購入意欲も低下し、上場後の流動性にも影響を及ぼすことになる。こうしたことから、証券会社が高い収益を求めた結果、現在、創業板上場しているほとんどの企業が、法で定められた規模・収益水準を大きく上回っている。その一方、商業ベースに適した案件を確保するため、創業板上場企業は例外なく高いPERで発行されており、また、企業の身の丈を遥かに上回る規模の資金が調達されており、過剰募集資金の問題が深刻となっている<sup>20</sup>。

## 2) 証券会社のインセンティブ制度の構築

IPO の発行において、商業ベースに適した最低規模とは何であるかを考える必要がある。創業板での中小規模の資金調達は、資金調達額に占める発行コストが高すぎて、引受手数料が抑えられるため、ほとんどの証券会社が積極的に取り組もうとしない。これは世界のベンチャー市場が抱える共通の課題であり、証券会社の積極的な関与が創業板の今後の健全な発展に寄与すると言えよう。このため、発行制度にメスを入れ、発行体と引受証券会社の利益のバランスを保ちながら、上場企業の株式発行が商業ベースに適した案件となるようにすべきである。つまり、上場企業の時価総額が小さくても証券会社の利益がある程度保証されるよう制度設計し、低価格で株式発行が行われてもインセンティブが得られるような法律を整え、創業板上場支援を積極的に行う必要がある。

実務的な解決方法として考えられるのは、上場予定企業が売却制限付きの自社株の管理を引受証券会社に委託し、将来の追加資金調達時にその証券会社を主幹事証券にするなどの方法で、証券会社にある程度の利益を約束することである。しかし実際には、利益の代替性や不確実性が存在するため、証券会社にはこの方法は好まれない。もっと直接的な方法として、発行価格

<sup>19</sup> PER を用いた価格決定法によると、新株発行価格=1株当たり利益×株式発行時 PER で、1株当たり利益=税引き後利益/発行前株式総数である。1株当たり利益は、1株当たり税引き後利益である。完全に希薄化した場合、1株当たり税引き後利益=発行当年の予想税引き後利益/発行当年の株式総数である。このため、募集調達額=(発行当年の予想税引き後利益/発行当年の株式総数)×株式発行時 PER×発行株式数である。全株式が流通株の場合、新株発行が順調に完了すれば、最大募集調達額=発行当年の予想税引き後利益×株式発行時 PER となる。

<sup>20</sup> 深圳証券取引所のデータによると、創業板の平均 PER は 77 倍にも達しており、平均資金調達額は 7 億元に上る。深圳証券取引所 HP (<http://www.szse.cn/main/chinext/scsj/jbzb/>、2010 年 12 月 10 日時点)



の評価水準の引き上げがあるが、これは市場ルールに反しており、評価額の高さと成長性の高さの関係を如何に判断するか、あるいは高い評価額が将来の株価上昇を先取りすることにならないか、といった指摘を受けるだろう。

証券会社の積極性の問題の解決については、以下に挙げる二つの方法が効果的であると考えられる。

### (1) 割り当て方式

政策的な支援を欠く中で、現在、証券会社が契約に基づいて上場予定企業の株主となることが一般化しているが、その後遺症は証券会社や企業を長期にわたって悩ませている。従来の私募方式では、証券会社と発行体の双方が上場に伴うリスクを担っており、IPO が失敗し上場が実現しなかった場合でも、証券会社による資本参加は既に完了しており、中国の「公司法（会社法）」では資本の引き上げを認めていない。通常、証券会社が取得する株式はかなり多いため、他の投資家を捜して株式を譲渡することは困難である。このため、PE 方式については、政策レベルにおいて証監会の許可や推薦を得られるかどうか、証券会社を苦境から救う重要なポイントとなる。我々は、資金調達額が一定金額（例えば1億元）に満たない場合は、証券会社が上場予定企業の一部株式を割り当て方式で取得できるようにすべきであると考えられる。資金調達額が一定条件を満たした場合、証監会は、発行体が引受証券会社に対して補償する形で株式の割り当てを行うことを承認するのである。この場合、引受証券会社と発行体の間であらかじめ契約を結ぶことになる。契約内容は、上場後に発行体が証券会社に対して公開株式の割り当てを行うことと、上場の対価としてそれ相応の株式数を割り当てることである。この契約は、発行体が株式割り当てを引受手数料の一部に充てるものである。つまり、証券会社は引受手数料の一部を、低価格で割り当てられた株式の取得という形で受け取るのである。証券会社は上場予定企業の戦略的投資家となり、上場が成功した後に流通市場でその株式を売却するのである。従来の PE 方式が簡単な契約であるのに対して、この割り当て方式は、あらかじめ証監会の承認を得ることで、上場失敗のリスクを回避することができる。

本文では、株式割り当てを選択可能なモデルの一つとして挙げたが、株式割り当ては上場予定企業への資本参加にあたる行為であるため、不正な関連取引や引受証券会社・保証推薦会社の独立性の懸念もある。また、証券会社と企業との利害関係の衝突も起こりうる。但し、指摘しておきたいことは、商業ベースに適した案件を確保するという原則の下で、制度の欠陥によって小さい企業が資金調達で悪影響を被ることに比べれば、保証推薦会社の独立性や関連取引の公平性にかかる潜在的な問題は微々たるものである。それに、公開性の規則を通じて取引リスクやモラルハザードを低減させることは可能である。中国の「証券発行上市保薦業務管理弁法（証券発行上場に関する保証推薦業務の管理弁法）」の第43条では、「保証推薦機関及び支配株主、実質支配者、重要な関連当事者が保有する発行体の株式が合計7%を超える場合、もしくは発行体と支配保証推薦機関の保有する株式が7%を超える場合、保証推薦機関は発行体の証券の発行・上場を推薦する際、関連性のない保証推薦機関1社と共同で保証推薦の職責を履行し、かつ、その関連性のない保証推薦機関を第1保証推薦機関とすること」と定めている。また、同第5条第3項では、「保証推薦代表人及びその配偶者は、如何なる名義・方法を問わず、発行体の株式を保有してはならない」としている。つまり、現在の法律と、小規模企業の上場時における株式割り当て方式による利益配分制度との間には、一定の矛盾があること

が見て取れる。これに対しては、例外を設けて緩和することが望ましい。例えば、一定の資金調達額を下回る発行体およびその保証推薦を行う証券会社に対して、上述した規制を免除するなどの特例を認める一方で、必要な情報開示やそれ相応の保証システムを要求するといった具合である。また、引受証券会社が株式割り当てによって巨額の利益を得ることを防ぐために、株式割り当ての価格形成についても一定の制約を設けることが望ましい。例えば、株式割り当て制度に引受証券会社への制約を盛り込み、もし実際の発行価格が契約価格を大幅に超過した場合、その差額分を発行体に返還させるといった制約である。このような価格規制の尺度については、契約や法律のような強制性のある形式で、超過範囲を直接規定すべきである。

強調しておきたいことは、株式割り当て制度において、証券会社が売却制限条項の制約を受けないようにすべきであるということである。そうでなければ、証券会社が株式を保有する時間的コストが増大し、想定される利益が大幅に下がるため、証券会社の積極性を促すという当初の目的が達成できなくなるからである。故にこのため、企業の上場直後に証券会社が割り当てられた株式を売却することを例外として認め、売却制限の対象を非流通株式に留めるべきである。

## (2) 新株予約権証券（ワラント）方式

中国の証券市場ではワラント取引が 1990 年代初頭から始まったが、当時の市場や監督管理水準には限界があり、投資家による投機的取引が過熱し、株価を大きく上回る価格でワラントが取引されていた。ワラントはデリバティブ商品としての役割をうまく発揮できず、逆に多くの問題を招き、一部のワラントは単なる投機道具となっていた。このような投機的取引の結果、ワラント取引は市場から姿を消すこととなった。2005 年にワラントが再び証券市場で取引されるようになったのは、国有株などの非流通株改革が背景にあり、非流通株の株主が流通株の株主に対価を支払う形として、非常に大きな市場を形成した。2006 年上半期、上海・深圳両証券取引所のワラント取引の出来高は 9,389 億元となり、ドイツの 1 兆 2,391 億元に次いで世界第二位となった<sup>21</sup>。ワラントには資金調達の機能があり、非流通株改革では、一部の上場企業が流通株式の株主の合意を得てワラントを発行し、国有株を放出する目的を実現したのである。証券会社などの金融機関は法律に基づいてワラントを発行することができ、ワラントの発行は事実上の資金調達である。発行体は、比較的低コストで発行したワラントを流通市場に投入し、収益の最大化を図ることができる。例えば、証券会社がかつて発行した招商銀行のワラント「CMP1」、南方航空のワラント「JTP1」などは、数十億元の利益を生み出した。中国のワラント取引はまだ発展段階であるものの、ワラントは金融デリバティブ商品として資本市場の発展に重要な位置づけとなっている。多層的な市場を構築するには、多様な取引制度を確立し、投資者に対して多様な投資商品を提供しなければならないのである。

本稿でワラント制度の導入を提言する主な理由は、同制度が中小企業の上場に伴う証券会社への利益補償の問題を解決し、証券会社の積極性を高めるからである。中小企業の創業板上場は、資金調達額が限られているため、引受証券会社にとって魅力がなく、逆に高すぎる引受手数料は発行体にとって不利となっている。このため、ワラントの補償的方式を通じて、引受証券会社の利益補償の問題を解決することができる。ワラントのレバレッジ効果（つまり、一般的にはワラントの市場価格は株式の市場価格等に比べ、ボラティリティが大きいと言

<sup>21</sup> 劉穎：「権証法律問題研究（ワラントに関する法律問題の研究）」暨南大学修士論文 20 頁

われている<sup>22)</sup>によって、中国株式市場の現在の供給不足が補われ、上場後しばらくは株価が発行価格を下回りにくい現状が作り出されている。創業板上場企業のワラント発行の認可を通じて、証券会社にワラント発行権を取得させれば、引受手数料を低く抑え、利益不足の問題を解決することができる。実際には、引受証券会社への発行体のワラントの売り出しを認可することである。発行総数が一定金額以下の株式（例えば1億元）については、上場予定企業が上場前に株主総会の決議を経て、引受証券会社と合意を交わし、上場が成功した際は、引受証券会社に対して当該企業の一定のワラント発行権を与える。この方式を採用すれば、上場規模の小さい案件でも低い引受手数料を補うことができ、株式割り当て方式で起こりうる証券会社の資本撤退問題を解決することができる。上場後、ワラント取得者は特定価格で一定数量の株式を購入できることになるため、上場コストを流通株式の株主と分担する形になり、証券会社はワラントを売却することで巨額の利益を補填することができる。ワラントの発行にはいくつかの段階があり、まず、IPOに先立ち、引受証券会社と発行体がワラントの詳細について協議・合意し、次に、ワラントの募集と発行を行う。そして一定期間内のワラントの取引・流通を認め、最後に抽選を行い、ワラントの権利行使条件を決定する。具体的に言うと、引受証券会社と発行体はまず、ワラントにかかる発行価格と発行数の上限について合意を交わし、引受証券会社は自社の名義でワラント引換証券を発行し、この際、引換証券に一定の流通期限を設け、市場参加者がこの証券を売買・譲渡できるようにする。満期後は、引換証券が定める株式取得権の行使の可否を抽選で決定する。ワラント取引に流通期限を設ける目的は、投資家のワラント取引を積極的に高めるためである。取引期限内であればワラントを自由に取引できるため、企業価値の掘り起こしや、民間の遊休資金の吸収にも有効である。また、抽選を行う目的は、需給の調整であり、民間資源を十分に活用しながらワラントに対する大規模な投機を抑制する狙いがある。この方式には一定のコストが伴い、ワラントの権利行使は抽選結果に基づくため、引換証券を積極的に取得しようとする意欲が全体的にやや削がれてしまう。しかし総合的にみて、引受証券会社の利益補償に効果的で、かつ資源の浪費を食い止め、さらに小規模企業の資金調達に対して証券会社の積極性を維持することが可能である。

ワラント方式を実現するためには、まず、ワラント発行にかかる政策的障害の排除から手を付ける必要がある。特に、中国のワラント発行・開設については、いずれも証券取引所が審査・承認をつかさどっているものの、ワラント保有者が権利を行使すると上場企業の株式総数が増加するため、「証券法」の証券発行審査に関する規定との整合性を図るために、ワラント発行の審査・承認の権限を証監会に移すべきである。次に、現在の「上海証券交易所権証管理暫行弁法（上海証券取引所のワラント管理に関する暫定弁法）」第9条では、ワラントの発行は、過去20取引日の流通株式の時価総額が30億元を下回らないなどの条件を満たす必要があると規定している<sup>23)</sup>。つまり、メインボードの大型優良銘柄「ブルーチップ株」クラスの企業でなければワラントの発行は不可能ということである。非流通株改革が完了している現在、上述した通り、創業板に対するワラントの重要性は増しつつある。創業板でのワラント発行に向け、ある程度の政策的配慮を設け、少額ではあるが一定規模以上の資金調達に対してワラント

<sup>22)</sup> 中国証券業協会編「証券投資分析」2008年版 63頁

<sup>23)</sup> 「上海証券交易所権証管理暫行弁法」第9条：「本取引所に上場申請するワラントの対象証券が株式の場合、該当株式は上場申請日に以下の条件を満たす必要がある。（一）過去20取引日の流通株式の時価総額が30億元以上、（二）過去60取引日の累計売買回転率が25%以上、（三）流通株式が3億株以上、（四）本取引所が規定するその他条件を満たすこと」

の発行を法律で規定するべきである。さらに、ワラントがみだりに発行されるのを防止するため、ワラントの単価や取引量に政策による強制規制を設けることも考えられる。つまり、各企業それぞれに対して一定範囲内の指導価格を示す一方で、ワラントの発行量については、対象株式の発行量の一定倍数を上回らないように規制する。同時に、ワラントの発行に関する情報開示制度を整え、引受証券会社や発行体が、発行予定のワラントについて発行価格や取引量を正確に公表するよう要求する。創業板は現在、資源浪費問題が深刻で、小規模の株式発行を奨励すべきである。こうしたことから、小規模の資金調達のみにはワラントの発行を認め、大規模な資金調達にはこの制度を適用させるべきではないと強調したい。

以上のことから、発行段階から商業ベースに適しているかどうかという基本原則を守る必要があるため、創業板の現行発行制度の条件を満たしている企業であっても、中小規模の資金調達を実現することは難しい。証券会社が引受証券会社として上場予定企業の保証・推薦を行う場合、上場規模が小さければ、利益が不足してしまうからである。こうした問題は、今後、創業板の発行制度を改め、引受手数料以外の形式、特に株式に類似する資産での対価支払い形式（例えばワラント発行や株式割り当て）で証券会社に報酬を与え、小規模の資金調達に対する証券会社の積極性を促すべきである。これによって、小規模の資金調達を行う企業の権利が守られ、創業板が本来の機能を十分に発揮できるのである。

#### 【参考文献】

1. 馮巍、陳向民：「我国新股發行対市場指数短期走勢影響的実証研究（中国の新株発行が市場指数に与える短期的な影響に関する実証研究）」『上海証券報』2002年6月17日
2. 羅輝：「創業板市場的発展現状与風険分析（創業板の発展における現状とリスク分析）」『当代経済』2010年6月号（上）
3. 田丁：「創業板造富神話的幕後推手（創業板における“富の創造”神話の影の担い手）」『人民文摘』2010年第8号
4. 劉紀鵬、曹鳳岐、席涛：「対創業板公平和効率欠失的反思（創業板の公平と効率の欠如に対する反省）」『資本市場』2010年第10号
5. 蒋学躍：「創業板 IPO 存量發行法律制度研究（創業板 IPO における発行済株式の公開に関する法律制度研究）」『政治与法律』2010年第2号
6. 蒋欣、李全：「創業板超募現象解析（創業板の過剩募集資金現象に関する解析）」『中国金融』2010年第2号
7. 馮曉、崔毅：「創業板超募現象的制度性思考（創業板の過剩募集資金現象に関する制度面からの考察）」『财会月刊』2010年第8号
8. 姚輝、朱衛華：「取消股票發行市盈率限制性的実証研究（株式發行時 PER の規制撤廃に関する実証研究）」『華東经济管理』2001年4月
9. 劉穎：「權証法律問題研究（ワラントに関する法律問題の研究）」暨南大学博士論文
10. 中国証券業協会編「証券投資分析」2008年版
11. 程紅：「浅談伝統估值方法在高科技企業的估值中的不適應性（従来のバリエーション算出方法を用いたハイテク企業評価の不適合性に関する議論）」『黒河学刊』2003年第4号
12. 曹天偉：「利用实物期權法評估高科技企業的價值（實際の先物取引手法を用いたハイテク

- 企業のバリエーション評価)」東北財経大学 2004 年修士論文
13. 蘇勇：「証券交易机制分析及对深圳創業板的啓迪（証券取引システムの分析及び深圳創業板に対する啓発）」吉林大学 2005 年修士論文
  14. 呉林祥：「証券交易制度分析」上海財経大学出版社 2002 年 6 月第 1 版
  15. 何傑：「証券交易制度論」経済日報出版社 2001 年版
  16. 龔敏：「我国証券市場引入做市商制度之思考（中国証券市場のマーケットメーカー制度の導入に関する考察）」華東政法学院 2005 年修士論文
  17. 胡明：「創業板証券市場交易制度和保薦人制度研究（創業板の取引制度と保証推薦人制度に関する研究）」安徽大学 2003 年修士論文
  18. 陳霞：「創業板做市商制度研究」2005 年四川大学修士論文
  19. 李曉妍、雷霖：「二板市場の運行制度研究—做市商制度（中小企業板・創業板の運営制度に関する研究—マーケットメーカー制度）」『管理科学』2004 年第 10 号
  20. 王国剛：「建立多層次資本市場体系研究（多層的資本市場システムの確立に関する研究）」人民出版社 2006 年 9 月第 1 版
  21. 楊東清、曾祥欣：「試析創業板退市的法律監管（創業板の上場廃止に関する法律・監督管理の分析）」『经济与法』2010 年第 6 号
  22. 廬聖宏：「納斯達克指南（ナスダックハンドブック）」上海財経大学出版社 2000 年 9 月第一版
  23. 張路：「美国上市公司最新立法与内部控制実務（米国上場企業に関する最新立法と内部統制の実務）」法律出版社 2006 年 11 月第 1 版
  24. 劉建華、アンディー・ファン（米）：「資金調達—ナスダックを目指して」2009 年 9 月第 1 版
  25. ルイス・ローウェン（米）、チャール・セリグマン（米）：「美国証券監督管理法基礎（米国の証券監督管理法の基礎）」張路ら翻訳。法律出版社 2008 年 1 月第 1 号

## 編集者紹介

### 呉 曉求 (Wu Xiaoliu)

中国人民大学金融証券研究所 所長

1959年生まれ。1983年江西財經大學経済学部卒業後、中国人民大学で博士号取得。

1987～2002年、中国人民大学の経済研究所マクロ室主任、財政金融研究科副研究科長、研究生院副院长などを歴任。1996年より中国人民大学金融証券研究所所長、2002年より同大学学術委員会委員、2006年より同大学校長補佐、研究生院常務副院长などを務め、現在に至る。主要著書に『資本市場与銀行主導：金融体系在中国の一種比較研究』、『中国資本市場分析要義』などがある。

## 著者紹介

### 董 安生 (Dong Ansheng)

■ 中国人民大学法学院 教授

### 楊 嶷 (Yang Yi)

■ 中国人民大学法学院 博士

### 何 以 (He Yi)

■ 中国人民大学法学院 博士

### 王 恩宇 (Wang Enyu)

■ 中国人民大学法学院 修士

### 何 海寿 (He Haishou)

■ 中国人民大学法学院 修士

- ・中国人民大学金融証券研究所は、中国の重点大学の一つである中国人民大学内に設置された金融分野・証券分野を研究するシンクタンクである。



Chinese Capital Markets Research