



新株発行制度改革が市場に及ぼす 影響の分析¹

朱 明方※

要 約

1. 中国では証券市場の創設以降、新株発行制度が常に注目され続けてきた。特に、長年の懸案である発行市場の「三高（PER、発行価格、調達金額の高止まり）」は、新株の価格決定メカニズムをゆがめている。
2. 新株発行市場のさまざまな弊害に対して、中国证券监督管理委员会（証監会）は 2012 年、新株発行制度に対する新たな改革に乗り出しており、情報開示の強化、（オンライン以外の）非オンラインでの株式発行・供給の増加、非オンラインでの株式割当発行を対象とする譲渡後 3 カ月間の売却規制の廃止を進める一方、発行済み株式の売り出しを導入することで、発行価格の高止まりや新株上場後の投機的売買を抑え込もうとしている。企業価値を新株価格に反映させ、上場初日の株価上昇率を抑制する上で、新たな改革が貢献していることは実証済みである。
3. 今後、新株の発行価格決定メカニズムは、より市場化され、行政的な色彩は弱まるとみられる。価格決定メカニズムについては、ダッチオークション方式の優れた点を参考にできよう。新株発行制度は、現行の審査認可制から登録制へ、徐々に移行するだろう。

I、新株発行制度改革をめぐる経緯

1. 新株発行制度改革の経緯

1) 新株発行制度改革への取組み

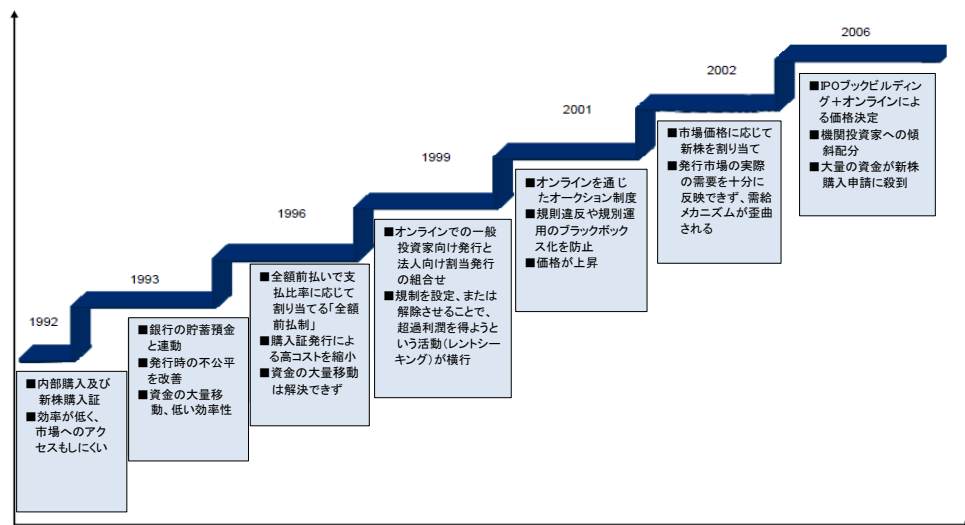
新株発行制度改革は、中国の証券市場の創設以来、絶えず継続して行われてきた。中国における証券市場発展の歴史を振り返り、新株発行制度改革の過程を以下にまとめる。

中国では 2006 年に新株発行のためのブックビルディング制度が導入された後、2009 年 6 月、2010 年 8 月にそれぞれ新株発行制度改革に関する指導意見書が公布されており、ブックビルディング制度や値付けに関する規制措置の改善に改革の重点が置かれている（図表 1）。

¹ 本稿は「新株発行制度改革が市場に及ぼす影響の分析」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

※ 朱 明方 国务院发展研究中心金融研究所证券研究室 副主任

図表 1 中国における新株発行制度の変遷



(出所) 海通研究より筆者作成

2) 2009 年 6 月の新株発行制度改革

2009 年 6 月に公布された「新株発行制度のさらなる改革と改善に関する指導意見」による政策変更のポイントは以下の通りである。

- ① 価格決定については、価格形成メカニズムの市場化を強調した。新株の価格決定については、ブックビルディング制度や申込み・値付けに関する制約を改善し、行政指導を弱め、価格形成のさらなる市場化を図る。
- ② 株式発行の割当発行において個人投資家向けへの傾斜配分を図る。オンラインでの発行方式を改善し、株式の分配では購入意欲のある中小投資家に対して適切な傾斜配分を行い、新株購入に巨額の資金が殺到することを防ぐ。

3) 2010 年 8 月の新株発行制度改革

2010 年 8 月に公布された「新株発行制度改革の深化に関する指導意見」による政策変更のポイントは以下の通りである。

- ① 非オンラインでの購入申請において、中小企業が新株発行で獲得できる 1 社当たりの株数を増やし、非オンラインでの値付けによって生じる責任を強めた。具体的な運用においては、有効な購入申告すべてに対して割り当てるのではなく、証券会社と株式発行会社が事前に非オンラインでの発行枠を決めた上で、発行対象の機関投資家を抽選で決める。これにより、ブックビルディング対象の機関投資家が 1 社当たりで購入すべき株式の数や購入資金が大幅に増え、価格決定者の責任が増し、値付けをより慎重に行うようになり、実際の価値を株価により反映できるようになった。
- ② ブックビルディング対象の範囲を拡大した。価格決定能力に優れた長期投資志向の機関投資家を引受幹事会社に一定数推薦させ、非オンラインでのブックビルディングと割当発行への参加を認めた。
- ③ 価格決定にかかる情報の透明性を高めた。発行者及び引受幹事会社は、ブックビルディング参加機関が申告している価格の状況を具体的に開示しなければならない。引受幹事会社

は、ロードショー（会社説明）の段階でブックビルディング対象者に提示した仮条件価格のほか、比較可能な同業界上場会社の株価収益率（PER）やこれに相当する指標を開示しなければならない。

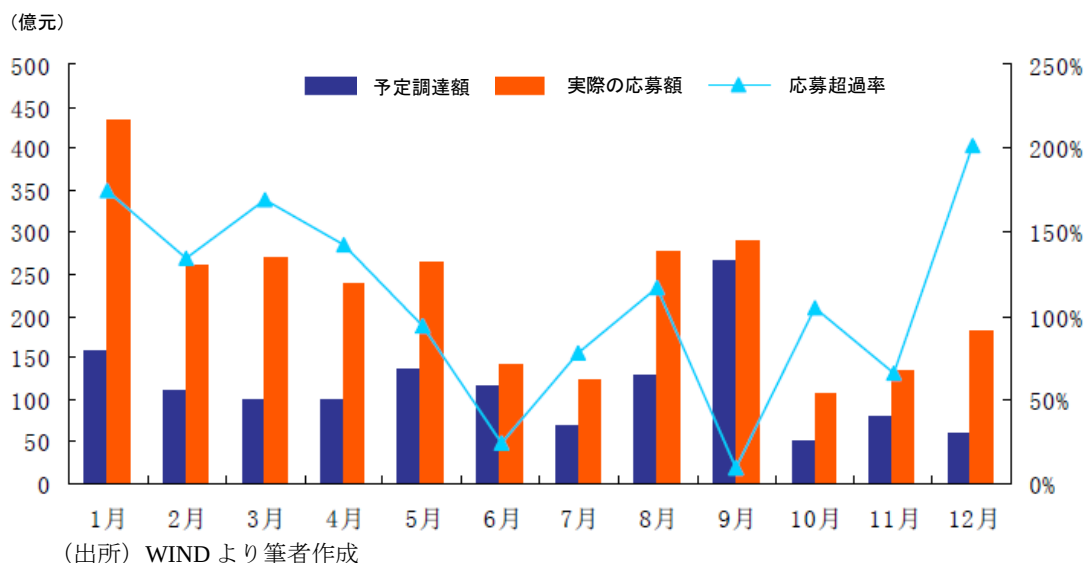
2. 新株発行制度改革における未解決の「三高」問題

歴史を振り返ると、2009 年、2010 年の二度にわたる改革は、いずれも新規発行市場に大きな矛盾が生じた時期に打ち出されたことが分かる。①2009 年の改革では、大量資金による発行市場での新株買い占めや、新株上場初日の高すぎる上昇率が、比較的明らかな問題点としてとらえられた。②2010 年の改革では、ブックビルディング対象の機関投資家の申告価格が高すぎるものが最も大きい矛盾と考えられた。二度にわたる改革では、それぞれ当時の発行市場で最も大きな矛盾に対して対策が取られており、二度の改革を経て、各発行段階における市場化の水準は実際にいくらか高まっている。

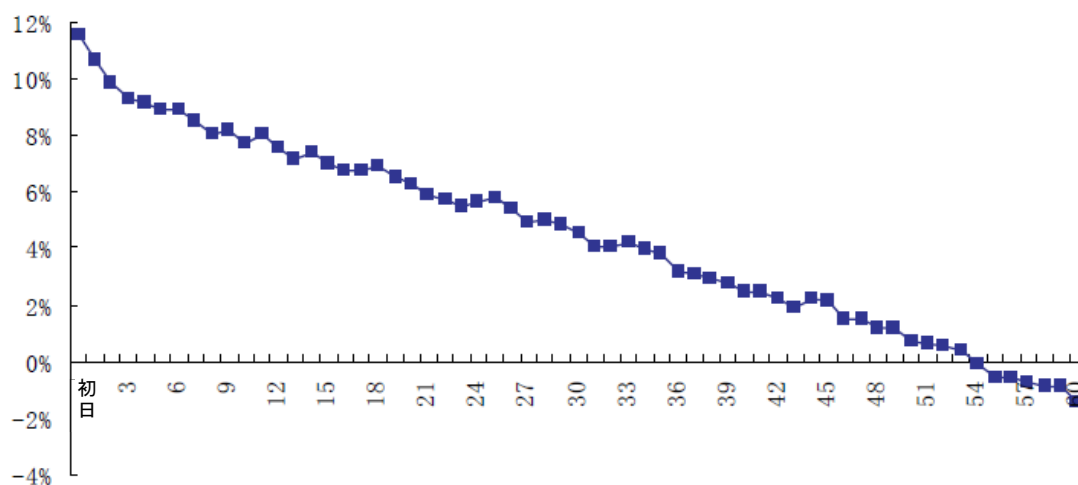
ただし、多くの投資家が注視する新株の「三高」問題（高すぎる価格設定、高すぎる PER、高すぎる調達金額）は、二度の大きな改革を経てなおも解決されていない点は認識しておくべきであろう。

2011 年において、発行市場の参加者である上場会社、引受会社、投資家（機関投資家と中小投資家を含む）が置かれる立場は全く異なる。このうち上場会社と引受会社は大きな果実を得ている。上場会社の予定調達額は 1,374 億円、実際の応募額は 2,720 億円で、応募超過額は 1,346 億円、応募超過率は 98%に達した。超過募集額については手数料が高いため、引受会社が得られる手数料収入も相当額に上る（図表 2）。2011 年においては、新株 276 銘柄の発行手数料が合計 154 億 5,100 万元に上った。一方で投資家の損失は大きい。ロックアップ期間が終了する 3 カ月後の終値で計算すると、非オンラインでのブックビルディング対象の機関投資家で合計 11 億 3,800 万元の損失が出ている。ブックビルディング対象の機関投資家のうち保険会社などは 1 億 9,000 万元の利益を出したものの、他のブックビルディング対象の機関投資家はいずれも損失を出している。終値をもとに計算すると、オンラインで新株を取得した中小投資家の株式は、上場

図表 2 2011 年の月別 IPO 調達金額と応募超過率の変遷



図表 3 2011 年におけるオンラインでの新株発行部分の時価総額の推移



(出所) WIND より筆者作成

初日こそ 11.51%の上げ幅となったが、その後は下降線をたどり、60 取引日まで保有した場合は 1.44%の損失を出している。また、上場初日で発行価格を 20%以上下回る新株も少なくなく、購入申込みに参加した中小投資家は甚大な損失を被っている。

この問題は、調達金額の超過分の大きさにせよ、投資家の損失の著しさにせよ、いずれも新株発行の価格設定が高すぎることと直接関係している（図表 3）。

事実上、新株発行価格の高さは、駆け引きする売買双方の著しい能力差が引き起こしたものである。第一に、投資家（機関投資家を含む）は新株の価格決定に対する影響力が小さい。第二に、発行者にはその場になって発行価格を吊り上げるインセンティブがある。第三に、引受会社は本来、発行者と投資家双方の利益のバランスを取るべき立場にあるが、現行の仕組みでは、価格が高くなるとより多くの手数料が発生するため、引受会社は自社の利益のために、発行者側の意向に沿おうとする。

Ⅱ、今回の新株発行制度改革の内容

1. 2012 年 4 月の新株発行制度改革

新株の発行市場には、さまざまな弊害が存在する。中国证券监督管理委员会（証監会）は 2012 年 4 月 1 日、「新株発行制度改革のさらなる深化に関する指導意見（パブリックコメント）」を公布し、六大措置を打ち出した。

- ① 規則を整備し、責任を明確にし、情報開示の真実性、正確性、充分性、完全性を高める。
- ② ブックビルディングの範囲と割当比率を適宜調整し、価格決定の規制措置をさらに整備する。
- ③ 発行における価格決定への監督を強化し、各参加者に十分に責任を果たさせる。
- ④ 新規上場会社の流通株の数量を増やし、株式の供給不足を効果的に緩和させる。
- ⑤ 引き続き新株への投機行為に対する監督措置を整備し、新株取引の正常な秩序を維持する。
- ⑥ 法律・法規及び関連政策を厳密に実行し、不当行為に対する処罰を強化する。

このうち項目②と③は、発行市場の価格決定をめぐる問題に関する具体的な措置であり、項目

④、⑤は取引市場における新株の投機行為に対する具体的な措置である。項目①、⑥は情報開示及び処罰に関するもので、他項目の措置が有効に実施されるようにすることを目的としている。

2. 政策変更のポイント

今回の改革における政策変更のポイントは以下の三つにある。

1) 証監会の審査認可制度

証監会は「情報開示を柱とする発行制度の改革をさらに推進し、監督機関が上場予定会社の収益力を判断する仕組みを徐々に解消しなければならない」と初めて述べた。われわれは、これが新株発行を現行の審査認可制から登録制へ移行させるための重要な措置であり、監督管理当局が監督対象の軸足を企業業績から企業の情報や信用に徐々に移そうとしているものと見ています。

2) 発行価格の監督強化

新株発行価格に対する監督強化は、今回のパブリックコメントにおける重点である。従来と異なり、今回は新たな評価尺度として PER を加え、PER が同業界の上場会社に比べて高い場合はリスクを明示するとしている。業界内に該当例がなければ、より大きな業種区分で上場会社を探し、取引市場の平均 PER を参考に用いる。同業界の上場会社より PER が 25%以上高ければ公告を行い、後に収益が予想より低ければ監督部門によるペナルティが与えられる。証監会の発行監督管理部門は、2012 年 5 月 30 日、「新株発行の価格決定についての問題に関する通知」を発表し、業界の PER 比較基準や発行価格の合理性にかかる分析、取締役会後の重要事項や提出すべき収益予測などを重点に明確化している。

3) 有効流動性の増加、「売り出し」の試行

パブリックコメントでは、非オンラインでの株式割当発行について、三カ月の売却禁止期間を廃止するだけでなく、一部の既存株式について IPO の際にオンライン利用者以外の投資家に譲渡し、新規上場会社の流通株の数を増やすことが記されている。また、新株上場から満 1 年、2 年、3 年後といった条件を付けて、株式保有期間が 3 年以上の株主は、株式譲渡によって得た資金の 10%、20%、全額をそれぞれ（専用口座から）引き出すことができるとも述べられているが、その前提は発行会社を実質的に支配する株主に変更が生じないことである。

Ⅲ、今回の新株発行制度改革が市場に与える影響の分析

1. 新規発行市場への影響

1) 2012 年 4 月の新株発行制度改革の投資家への影響

今回の改革が新規発行市場の投資家に与える影響は、主に二つの方向から構成される。一つは、改革措置がブックビルディング対象の機関投資家に与える直接的な影響である。二つ目は、改革措置が新株の値動きに与える影響であり、間接的にブックビルディング対象の機関投資家の投資収益に影響を及ぼす。

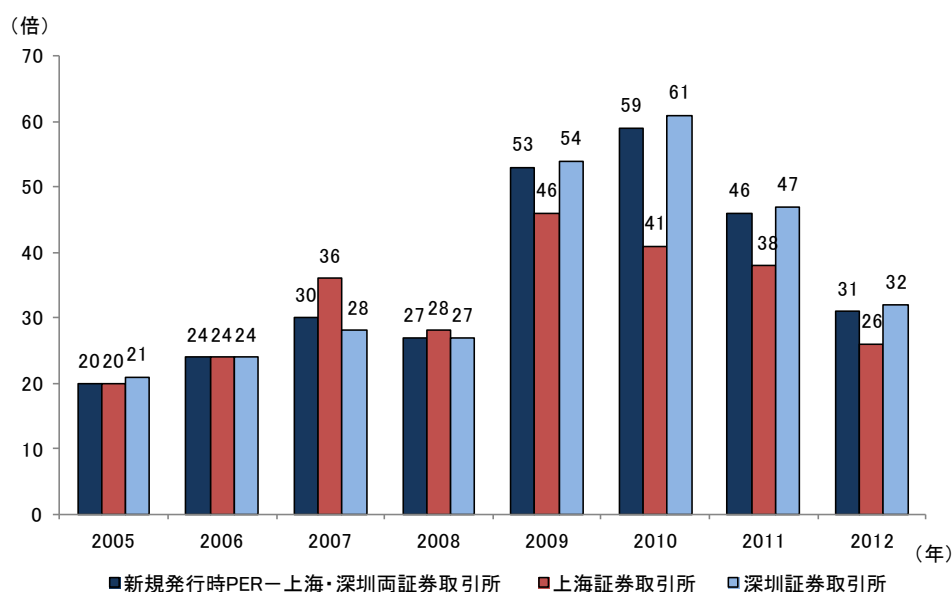
まず、改革措置はブックビルディング対象の機関投資家にとって有利に働く。①非オンラインでの発行比率が高まれば、非オンラインでの発行株式の供給が増え、当選率が上昇する。②発行価格が高い場合にリスクの提示や収益予測を義務付けることは、発行者にとって一定の制約を設ける効果が期待され、ブックビルディング対象の機関投資家の駆け引きには有利に働く。③非オンラインでの発行について売却禁止期間を廃止することは、ブックビルディング対象の機関投資家にとっては大きな好材料であり、売却禁止期間によるリスクが解消されると同時に、資金をより有効に利用できる。

改革後は、新株上場初日の上げ幅が大幅に縮小する可能性がある。①新株上場初日の上げ幅に影響をもたらすカギは市場のマインドであり、新株上場後しばらくの期間において値動きに影響をもたらすカギは価格決定の水準である。②株式の供給を増やし、上場初日の投機的売買の監督を強化することは、いずれも新株上場初日の上昇率抑制に役立つだろう。

2) 2012 年 4 月の新発行制度改革の成果

今回の新株発行制度改革の開始以降、市場における規制措置や監督管理当局の誘導を受け、改革は段階的ながら好ましい成果を収めている。①新株の発行価格の高止まりがやや改善：新株発行時の平均 PER は、2011 年の 46 倍から 2012 年 1～8 月の 31 倍へ下落しており、特に 8 月の PER は 27.5 倍となった（図表 4）。取引市場の平均 PER との差は、昨年第 4 四半期より 32%縮小した。②新株発行のペースが大きく減速：価格形成メカニズムや市場の需給が調整されたため、発行会社は発行にかかる費用や発行のタイミングを独自に検討し、一部会社は発行の延期、あるいは発行規模の縮小に踏み切っている。2012 年 1～8 月に新株を発行した会社は 137 社で、前年同期比の 213 社を 35.7%下回った。資金調達額は 933 億 8,000 万元で、前年同期比の 2,101 億元を 55.6%下回った。③新株上場初日の価格決定をめぐる駆け引きの仕組みが

図表 4 2010 年以降、低下傾向を示す新株発行時の PER



(注) 2012 年は 8 月までのデータ。

(出所) WIND より筆者作成

形成：新株上場初日の平均上昇幅は、改革前の 24.59%から 17.5%に下降している。改革が開始されて以降、初値が発行価格を割り込む割合は 36.6%に達している。機関投資家の価格決定における役割は強まりつつある。改革前においては新株発行時の初期ブックビルディング対象社数、発行割り当て社数の平均はそれぞれ 39 社、65 社だったが、改革後は 52 社、95 社となり、それぞれ 34%、46%増加している。④市場を取り巻く環境のさらなる改善：発行会社と仲介機関の株式発行に関するリスクの開示が充実し、情報開示は慎重さと客観性を増している。市場では、小規模銘柄、新株、業績不振株を対象とする投機行為が大幅に減っている。

2. 今回の改革が取引市場に及ぼす影響

今回の改革が取引市場にもたらす影響は、主に非オンラインでの割当発行株式に対する 3 カ月の売却禁止期間（ロックアップ期間）の廃止や、売り出し制度の導入などである。

1) 非オンラインでの割当発行株式に対する 3 カ月の売却禁止期間の廃止

非オンラインの割当発行株式に対する現行の 3 カ月間の売却禁止制度は、発行価格、発行時 PER の高止まりを抑える効果があり、短期的には新株価格設定の適正化に役立つだけでなく、新株上場後の投機的売買の過熱防止にも役立つと期待される上、市場全体への悪影響も小さい。2011 年末及び 2012 年上半期のデータから見れば、IPO 機関による割当発行株式及び売却制限付き流通株の時価は、A 株時価総額のわずかであり、それぞれ 0.13%と 0.11%である。このため、売却禁止期間の廃止が市場全体に及ぼす影響は小さいだろう。

機関投資家の実際の運用行為から見て、改革前には、3 カ月の売却禁止期間が満了したのち、大部分の機関投資家が資金を引き揚げていた。上場後 3 カ月の売却禁止期間が廃止された後、市場の予想通り、多数の機関投資家が新株上場初日に売却を選択し、新株上場初日の株価上昇率が直接抑えられた。このため、新株上場初日の上昇率が小さく、他の投資家が投げ売りを選択すると投資機関が予想する局面では、ブックビルディングも慎重になり新株発行価格は適正レベルに戻るとみられる。

2) 売り出し制度

売り出し制度は海外の成熟した市場では広く見られる仕組みである。関連する研究や統計によれば、1980 年から 2001 年にかけて、米国では 4,219 件の IPO による上場があったが、そのうち売り出し方式を採用したものは 1,830 件で、IPO 総件数の 43%を占めた。台湾では 1997 年から 2002 年 2 月にかけて、IPO によって上場した会社は 112 社で、うち売り出し方式によって上場した会社は 109 社、新株発行の形で上場した会社はわずか 3 社であった。IPO により店頭公開したのは 350 社、うち売り出し方式を選択したのは 348 社で、新株発行方式で店頭公開したのはわずか 2 社である。海外諸国・地域では、会社上場後の売り出し制度に比べ、IPO を行う際の売り出し制度の設計・規則はさほど厳しくなく、法律や制度の詳細事項について、明確な要件が示されていないことが多い。

一方、A 株における売り出し方式の導入は、ある意味で取引市場における重要株主の持ち株数削減と性質が似ており、市場に影響を及ぼすメカニズムには二通りある。

一つ目は新株上場初日における株式供給量の増加を促す効果である。これは市場での投機的売買の要因を減らす上で役立つため、新株発行後に流通株の比率が小さすぎる問題や、発行・

取引市場間の価格差といった現在の問題の解消に役立つだろう。

二つ目はシグナリング効果である。重要株主は重要な「インサイダー」と見なされ、最も早い段階で会社経営のファンダメンタルや業績の変動を察知でき、会社の価値や業績の展望についてより正確な判断を下せる。このため、「インサイダー」の行為に対しては大きなシグナリング効果がある。新規株式公開の際に売り出しを行えば、市場から「インサイダー」の会社の将来的発展に対するマインドが弱い、あるいは発行価格の設定が高すぎるとみなされてしまう。

一方で、発行済み株式の売り出しで得た資金は、専用口座で保管されなければならない。株式売却で得た資金を転用できないロックアップ期間内においては、取引市場での価格が発行価格より低い場合に、専用口座内の資金を用いて取引市場から株式を買い戻すことができる。この規定が設けられた当初は、市場のマインドをある程度高める効果を期待するという意図であったが、そのためには発行市場の新株が適正価格であることが大前提となる。

IV、将来の新株発行制度改革の方向

中国の新株発行制度改革は終結に至るまでにまだ多くの道のりが残されている。われわれは、今後の新株発行価格決定制度改革は、行政的色彩を薄め、市場関係者それぞれに相応の責任を果たさせること、つまり市場メカニズムによって価格を決定し、市場の有効性を高めることが依然として主な方向性となるだろうと考えている。

1. 価格決定メカニズムの改正

現在の非オンラインにおける株式割り当て発行方式には、なお多くの弊害があるが、今後はより市場化の水準が高い入札方式となるだろう。現在、成熟した市場で採用されている入札方式は、ダッチオークション方式とコンベンショナル方式（アメリカ式）が主体である。

ダッチオークション方式とは、単一価格入札であり、申告価格の高い順に落札者が決まり、同一価格の入札はすべて同時に落札となり、予定発行額に達したところで終了する。落札した機関は、同一の価格（最低落札価格）で落札した株数を購入する。一方、コンベンショナル方式（複数価格入札）は、取引価格が各落札者の申告価格となるため、同じ株式でも落札者によって取引価格が異なる。

コンベンショナル方式は、同一株式の価格が異なり、中国の現行法体系の要件には合わないため、今後の改革でダッチオークション方式が導入される公算が大きい。

2. 新株発行は審査認可制から登録制へ移行

今回の新株発行制度改革からも読み取れるように、新株発行改革においては、仲介機関の責任の認定がより重視され、情報開示の公正性に対する監督が強化される一方、証監会による収益の継続性に対する判断や、審査認可及び監督の役割は弱められている。新株発行、上場廃止制度及び各制度の改正や整備が完了した時点で、新株発行も審査認可制から登録制へ移行する公算が大きい。

新株発行制度は今後、登録制の方向に進むと考えられるが、これは中国 A 株市場が現時点ですでに登録制移行の条件を具備していることを意味する訳ではない。われわれは登録制の導入を妨げている最大の壁は、投資家の投資理念が未成熟で、法律・法規の裏付けが不完全なことにある

と考えている。このため、現在の法制環境のもとでは、投資家が法的手段によって損失を取り戻すことは困難であり、問題発生後のペナルティ制度は不十分であるため、監督措置による問題の未然防止が主要な対策になる。ただし、経済のグローバル化や金融の自由化が進む中、中国の株式市場は、今後の規模拡大や成熟化に伴い、国際的な証券市場との競争に直面することになり、新株発行制度が徐々に登録制へ移行することは避けられないだろう。

著者紹介

朱 明方 (Zhu Mingfang)

国務院発展研究センター金融研究所証券研究室 副主任兼副研究員

1970 年 8 月生まれ。1993 年南京審計学院卒業、2005 年中国人民銀行研究生院（大学院）（現清華大学五道口金融学院）博士課程修了、金融学博士。

1993 年 7 月～1997 年 8 月江蘇省証券会社（現華泰証券株式有限会社）、1999 年 7 月～2002 年 9 月鵬華基金管理会社に勤務。2005 年 9 月より現職。

- ・ 国務院発展研究センター（DRC）は国務院直屬事業單位で、総合的な政策研究に従事する政策決定の諮問機関である。マクロ経済政策、発展戦略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、対外経済関係、社会発展、市場流通、企業改革と発展、金融、国際経済などの分野で著名な経済学者、専門家及び研究者を多数有する。



Chinese Capital Markets Research