



IPO再開に関する考察¹

李 永森*

要約

1. 「会社法」及び「証券法」の改正・施行に続き、中国証券監督管理委員会（以下、証監会）は、「新規株式公開及び上場管理弁法」を正式に公布し、2006年5月18日に施行した。非流通株改革の進展とともに、一年間の一時的な凍結期間を経て、IPO再開の第一号として、2006年6月、中工国際工程股份有限公司（中工国際）の新株が発行され、深圳証券取引所にも上場した。
2. 中国で直接金融の比重を高めるためには、まずは株式市場の発展の推進から着手すべきである。IPOの再開は、有力企業の育成、投資家の運用機会の拡大、証券会社の業務改善、市場の運営効率の向上、株式市場の資産効果の実現に資するものである。
3. 証監会は、戦略的投資家向けの割当増資制度やグリーンシューオプションの導入など、株式市場への資金流入を促す政策を実施した。非流通株改革の下でのIPO再開は、株式市場の根本的変化と中国の直接金融の新しい局面をもたらすことになるだろう。

I、はじめに

中国証券監督管理委員会（以下、証監会）は、「新規株式公開及び上場管理弁法」を正式に公布し、2006年5月18日より施行した。これは非流通株改革が進められたことによって、一年間の一時的な凍結期間を経て、新規株式公開が正式に再開されたことを示している。2006年5月25日、中工国際工程股份有限公司（中工国際）が新規公開株6,000万株という目論見書を発行し、同年6月5日に新株発行が開始された。また同年6月19日には、深圳証券取引所にて上場した。この状況は、株式市場の資金調達機能が徐々に回復に向かっていることを示している。

IPO再開は、中国のマクロ経済の発展において重要な意義を持つものである。また再開により株式市場において、一連の積極的な変化が生じることが予想されている。

II、IPO再開の基礎が市場に確立

非流通株改革等といった市場における各種基本制度の設計は、現在安定的に推進されており、

¹ 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2006年第6期掲載の「IPO再開についてのマクロレベルと市場レベルからの考察」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。

* 李永森 中国人民大学金融証券研究所 研究員

大きな進展や段階的な成果が見られる。株式市場には、今後、抜本的な変革がもたらされよう。市場は今や重要な転換点に差し掛かっており、新しい発展の機会を迎えている。

近く実現する見込みの株式の全流通²によって、市場による資源の最適配分機能、投資機能、価格設定機能³が徐々に回復し、市場メカニズムはさらに力を増していくことになる。株式市場と国際市場のトレンドとの関連性、及び株式市場と国民経済のトレンドとの関連性も高まる。非流通株主による流通株主の利益への歪んだメカニズムは制度的には解消され、企業の全株主の共同利益の基礎が現在形成されつつある。また、上場企業、証券会社、投資家といった市場の各主体のオペレーション及び行動が徐々に健全化されている。

市場の法律・法規・制度の基礎が、初歩的に形成された。すなわち、「会社法」及び「証券法」の改正と施行に示されるように、一連の法規・制度の導入によって、株式市場の持続的・安定的かつ健全な発展のための制度的な基礎が構築され、市場は、IPO 再開と資金調達機能の回復の基礎を備えた。

Ⅲ、マクロレベルから見たIPO再開の意義の考察

中国共産党第 16 期中央委員会第 5 回全体会議（五中全会）において、直接金融の比重を高めなければならない旨の方針が打ち出された。また「中国共産党中央による国民の経済・社会の発展に関する『第 11 次五カ年計画』の制定に関する提案」及び「第 11 次五カ年計画綱要」において、株式及び債券等の資本市場の発展を積極的に推進し、基本制度の設計を強化し、多層的な市場体系を確立し、市場機能を完備し、直接金融の比重を高めていくことを再度表明している。

市場が成熟した国家では、直接金融の比重が大きく、30%から 50%の割合となっている。しかし、中国企業の資金需要は概ね銀行からの供給に依存している。中国の直接金融の比重は、現時点で約 5%にすぎない。間接金融の比重が過度に大きいという現実、企業の資金調達が銀行システムに高く依存しすぎていることを物語っている。金融リスクが銀行部門に過度に集中し、金融市場、特に証券市場を通じて分散されなければ、金融システムに深刻な脆弱性をもたらすこととなる。このため、資金調達構造の最適化と直接金融の発展が急務となっており、金融業の漸進的な開放を保証した上で、安定的かつ効率的な市場運営を維持していかなければならない。直接金融の優位性は、金融リスクの分散・解消にかかっている。市場を通じて行われる資金調達は透明性が高く、資金調達プロセスから資金調達後の運用まで、資金調達主体は継続して規定に基づいた情報開示を行わなければならない。市場メカニズムが強力であれば、資金効率をさらに向上することが可能となる。

直接金融においては、債券や株式の発行による資金調達が主な方法である。現在、中国の金利の自由化の進捗は遅く、債券市場には急速な発展を遂げるための条件は整っていない。また、債券による資金調達では、企業の過度な負債率という問題を解決することはできない。しかし、現在の株式市場には、十数年に及ぶ発展を経て、投資家グループ、市場投資に対する意識、市場メカニズムの構築、上場企業の質の向上、証券会社のコーポレート・ガバナンス、歴史的に残されてきた問題の解決等の面で、優先的に発展する条件が整っている。従って、直接金融の比重を高

² 非流通株式を市場に流通させること。

³ 従来、上場企業における国有資産は非流通株式の形式であったため、その市場価格の正確な評価は困難であった。しかし、全流通後は、株価により国有資産価値の正確な算出が可能となった。

めるためには、まず株式市場の積極的な発展から着手すべきである。

また一方で、中国企業の側から見ると、長年にわたり銀行からの借入金を主とした間接金融に依存してきたため、一般的に企業の負債率が極めて高く、債務負担が重く、債務返済圧力が大きく、債務の返済で疲れ切っている。このため経営リスクが高く、戦略的な観点に立って企業の発展を長期的に検討することが困難になっている。同時に、企業の規模は概ね資本金の多寡により決定されているため、資本金の急速な増額がなければ、企業規模の拡大を実現することも容易ではない。これでは、企業が規模の利益を実現することも、企業の競争力の向上にも不利である。しかし、各企業は IPO を通じて上場企業となることにより、短期間に企業発展のための巨額の長期資本を獲得し、企業の資本負債構造を急速に改善し、成長と拡大を加速させることができる。国際的な多国籍大企業のほとんどが上場企業であり、中国でも多くの企業が上場を通じ、企業規模の拡大と質の向上を実現した。積極的に条件を創り出し、条件を満たした企業を IPO を通じ上場させれば、企業の競争力向上に寄与し、中国の多国籍企業を育成することができる。IPO の再開、株式市場の資金調達機能の回復により、今後、優良企業が生まれ、その中から中国の株式市場に上場し、かつ世界的にも有名な多国籍企業も出てくることが予想される。

2005年の中国のA株の時価総額は32,430億元で、同年のGDPの182,321億元のうち、わずか18%の割合にも満たなかった。この割合は、成熟した市場を有する国家の水準(図表1を参照)をはるかに下回るだけでなく、新興市場の平均水準も大きく下回る結果となっている。中国の株式市場の規模は、発展著しい中国経済の需要に到底応えられるものではなく、また、将来、国際的な投機資本による衝撃を食い止めるにも十分ではない。国家の経済発展戦略という観点からは、中国の株式市場の安定的かつ健全な発展には、新鮮な血液を入れることによって規模を拡大し構造を改善すること、また、株式市場に対し企業に直接金融サービスを提供するよう求め、国民により多くの直接投資の選択肢を提供することが必要である。これはまた、株式市場の資金調達機能が、一時的な停止状態に陥ってはいても、長期的な停止ではないことを意味するものである。

IPO再開により、直接金融や効率的な資源配分などの資本市場の重要な機能が発揮されることになる。これは中国にとっては、資金の利用効率が向上し、経済・金融システム全体のオペレーションの柔軟性や活力が高まり、国家の金融面の安全性が維持され、国有企業の現代的な企業制度の構築が促進されるといった重要な意義がある。

図表1 2001年度、主要西欧諸国における株式時価総額とGDPとの比較

国別	米国	英国	日本	フランス	ドイツ
株式時価総額 (10億米ドル)	14,002.1	2,221.4	2,254.2	1,171.1	1,072.4
GDP (10億米ドル)	10,205.6	1,426.7	4,143.8	1,305.6	1,845.8
時価/GDP (%)	137	156	54	90	58

(出所) 吳曉求著『中国資本市場の重要な意義』(中国人民大学出版社、2006年)より作成。

IV. 市場から見たIPO再開がもたらす積極的変化についての考察

1. 上場企業の成長に有利な市場主導の上場企業の「優勝劣敗」メカニズム

上場企業の全体的な質の改善と向上を図るためには、既往企業に依存するだけでは、全く不十分であり、量を増加させ、新しい優良企業の参入が必要である。新しいエネルギー、新しい活力を加えることにより、市場の全体的な価値を抜本的に高めることができる。証監会は、優良企業の上場の推進を表明している。既に海外で上場した大型国有企業（特に H 株企業）を含む、国民経済上重要な地位を占める国有大企業が、中国本土市場に回帰することは可能である。

IPO 再開後は、新しい優良企業が続々と市場へ参入することが可能となり、株式市場での上場企業間の競争も高まる。このような競争がもたらす主な効果は、市場資源の争奪や占有に対抗する新たな市場競争メカニズムを構築し、質の悪い上場企業の生存空間を取り除き、徐々に市場から淘汰していくことである。古いものを除去して新しいものを吸収し、新陳代謝を図り、真の「優勝劣敗」を実現し、株式市場で資源が効率的に使われるよう導いていくのである。このように市場が主導する「優勝劣敗」メカニズムを通じて、資源の最適配分を実現することができる。これは、上場企業が、投資家を引き付けて自社の質を高めることに注力し、競争の中で大きな発展を遂げるために有益なものとなる。

2. 投資家に提供される新たな投資機会と選択肢

新しく優良な上場企業が次々と株式市場に参入することによって、投資家に新たな投資機会と更に多くの投資の選択の余地が提供される。投資家は、自らの投資選好により、自己の資産をより良く配分し、ポートフォリオを最適化することができる。これまでの株式市場には、上場企業の非流通株等といった制度の不備による市況の低迷があり、また投資家には市場に対する信頼性が、国内市場には規模が不足していた。さらに、IPO は継続的に行われていなかった。このため、一部の大型国有企業、特に中国石油（ペトロチャイナ）、中国移动（チャイナモバイル）、中国建設銀行など、一定の独占的地位を有し、中国の経済発展の成果を反映することのできる国有大企業が次々と海外で上場してしまい、国内投資家は経済発展の成果を享受する機会を失っている。IPO 再開後は、これらの企業が続々と中国本土市場へ回帰し、A 株市場の投資価値を大いに高めることは疑うべくもない。

3. 証券会社の業務構造及び利益源の改善

中国の証券会社には、業務構造及び収益源が単一であるという状況があまねく存在している。加えて、長期間新株発行が凍結されていたため、この状況がさらに際立ってしまっている。IPO の再開は、証券会社にこの状況を改善する機会を必ず提供し、IPO・上場に関連するコンサルティング業務や、新株発行引受業務などの投資銀行業務が成長を遂げよう。また、証券会社同士でより多くの分野で競争が行われ、その競争の中でさらなる発展が生まれ、条件を満たした一部の証券会社も IPO を通じて上場企業となり、証券会社のコーポレート・ガバナンスを改善していく可能性もあり、企業の質が、根本的に向上していくことになるだろう。

4. 市場の投機抑制と市場の運営効率の向上

市場規模の拡大に伴い、安定性は高まり、投機筋が相場操縦を行う難易度は大幅に上がり、投機コストは増大し、市場を荒らすことは非常に難しくなった。この状況は、投機的買占めの抑制や市場での理性的投資活動の増加に有利である。

株式市場の規模の拡大によって、市場の運営に要する固定コストは引き下がり、市場の運営効率は高まることになる。

5. 株式市場の活力の回復と資産効果の再実現の可能性

長期的な観点から見れば、IPO 再開は、上場企業への投資価値の向上にも、市場取引の活性化にも、さらには市場の健全な発展にも有益であり、市場の資産効果が再実現する可能性も出てくる。

短期的な観点から見ると、IPOは流通市場に対し株式の供給を増加させる。その他の条件の変化を考慮しなければ、市場では、株価下落という現実的かつ心理的プレッシャーが形成される結果となる。しかし実際には、中国の株式市場に不足しているのは資金ではなく、市場に対する信頼性である。市場から投資家にもたらされるものが赤字や資産の縮小で、資産効果もなく、十分なリターンを提供が期待できないとすれば、市場に大量の資金が流入する見込みはなくなってしまふ。これまでの「市場での資産の縮小→市場に対する信頼の喪失→資金のネット流出→資産の一層の縮小→市場に対する信頼の喪失→さらに多くの資金の流出…」という悪循環が、私たちに警告を発している。中国経済の長期的かつ健全な高成長は、国民の資産を急速に増大させる⁴。国民の高い貯蓄率と機関投資家の急速な成長により、株式市場に投資可能な潜在的資金は十分にある。市場の投資機能が回復すれば、資産効果が再実現され、資金は絶えず株式市場に流入していくだろう。株式市場が好循環に入れば、「ネットの資金流入→資産価値の上昇→市場に対する信頼向上→さらに多くの資金流入→資産価値の上昇による資産効果の拡大→市場に対する信頼のより一層の向上…」となる。

V. 関連改革の実行と直接金融という新局面の創造

前述した事情から、中国の株式市場では新株発行の長期的な凍結はあり得ない。重要なのは、IPO の再開により株式供給が増加した状況の下で、いかに合法的な資金を株式市場に流入させ、株式市場で株式及び資金の双方の拡大を実現するかにある。証監会は、新たな IPO メカニズムを構築するとともに、改革の徹底化と市場の安定的発展の維持を組み合わせた総合的原則を、引き続き指導思想の第一原則として位置付け、市場に流入する資金の拡大に有利な関連政策を実施した。この内容としては、第一に戦略的投資家向けの割当増資制度を導入すること、第二にグリーンシューオプションを導入すること、第三に IPO 株購入申込時に申込株額の現金をあらかじめ拠出させる方法の再開である。証監会の関係者によれば、最近、適格外国機関投資家（QFII）の資格審査の認可及び投資限度額の認可のスピードが適度に高まってきているとのことである。商業銀行による基金管理会社の設立枠は一層拡大される予定であり、証券会社の信用取引業務は、目下急ピッチで準備が進められている。このほか、合法的な資金が市場へ流入する

⁴ 国民の預金に関する中国人民銀行の統計によれば、2006年3月末時点で15.28兆元。一方、証監会の統計によれば、2006年3月末時点での中国国内の上場企業の時価総額は3.53兆元に過ぎない。

ルートを開拓し、全体において市場の需供バランスが維持される措置がさらに講じられる予定である。証監会は、これまでに、新規公開株について流通株と非流通株とに区分しない「新老画断」改革のために、三段階による全体計画を策定している。第一段階では、株式供給を直ちに拡大させるプレッシャーの無い第三者割当増資、及びワラントによる増資を再開させる。第二段階では、社会一般向けのその他方法による増資を時期を選んで再開させる。第三段階では、優良企業を選択し、全流通を実施している状況下で時期を選んで IPO を実施する。以上の計画内容から、経営層は、市場で株式の供給する場合、同時に資金も拡大することを重視し、かつ市場の受入能力についても十分に考慮していることが伺える。

IPO 再開後、新株発行の第一号となる中工国際の株式は、2006年6月5日にオンラインでの購入申込が行われた。同洲電子、大同煤業らも続いて新株を発行し、同年6月6日付で正式に上場した。同年6月9日、証監会の株式発行審査委員会（発審委）は、中国銀行の発行する A 株の上場申請を審査した。同行の今回の発行 A 株数は 100 億株を超えず、募集金額は 200 億元を超えないが、IPO 時の発行株数の記録（中国聯通（チャイナユニコム）の IPO 時の発行株数 50 億株）は塗り替えられることになった。しかし、株式市場への供給圧力により、同年6月7日の上海証券取引所において、株価が一日で 90 ポイントに迫る勢いで暴落し、下げ幅は 5.33%に達した。これは一日の下げ幅としては上証総合指数 91.93 ポイント、下げ幅 6.33%を記録した 2002年1月28日以来最大であった。供給拡大に対する市場の受入能力は、この事例からも想像がつく。経営層は、市場のリズムを把握し、関連措置を導入することに特に留意するべきである。

ここで強調しなければならないことは、今回の IPO は従来の IPO ではないということだ。非流通株改革は、今後、資本市場の発展の背景や基礎条件にかつてない根本的な変化をもたらすであろう。現在回復している市場の資金調達機能は、既存のメカニズムの再回復ではなく、新しいメカニズムの下での革新である。新たな IPO 及び上場規則は未だ市場による検証を経ていないが、長期的に見れば、市場の完成に向けた一つのダイナミックなプロセスの中にあるといえる。経営層及び投資家を含む各市場主体は、理性的に IPO 再開を捉え、理性的に市場に生じる変化を受け入れ、理性的に市場リスクに対処し、理性的に株式市場の発展過程で直面する問題に立ち向かっていくべきである。

中国の株式市場の改革とは、一連の関連し合うプロセスからなる一つのシステムである。改革の徹底化と市場の安定的発展の維持を組み合わせた総合的原則を、引き続き第一原則として位置付ける。IPO 再開とは、全ての改革プロセスにおける一つの重要な構成要素であり、この改革は、その他の分野の改革とセットで行われる必要があり、そうしてはじめて所期の効果を上げることができる。

株式市場の IPO 再開により、中国の直接金融が新たな局面を迎えることを確信する。

著者紹介

李 永森 (Li Yongsen)

中国人民大学金融証券研究所 研究員

1961 年生まれ。1982 年鉄道兵工程学院卒業、1986 年中国人民大学卒業。

中国青年政治学院経済学部教授、中国青年政治学院金融研究所所長、中国人民大学金融証券研究所研究員および「資本市場評論」執行主編。

主要著書に『消費者ローン Q&A』、『現代金融：理論の探求と中国での実践』（共著）などがある。

- ・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