

上場制度を見直す中国株式市場

井上 武

要 約

1. ここ数年、中国の株式市場は経済の好調にもかかわらず低迷してきた。最近、市況は回復基調にあり、今後、本格的かつ持続的な回復に繋がるかが注目されている。近年の株式市場の低迷の背景には、①国有株を含む大量の非流通株の存在や、②粉飾決算やディスクロージャーの不備を背景とする上場企業に対する投資家の不信があった。
2. 非流通株の問題については、2003年に新設された国有資産監督管理委員会が、担当することとなったが、現在まで基本方針以上の詳細な内容は決まっていない。一方、投資家による上場企業に対する不信については上場制度の変更が実施された。
3. 株式発行審査委員会制度の見直しとスポンサー制度の導入により、審査担当者や証券会社など証券発行にかかわる人々の責任を明確かつ強化することで、上場企業の質を高めていこうという内容である。ただ、証券会社に対して過度の責任を求めるなど、依然として統制色も色濃く残った制度であり、今後の当局の運用が注目される。

I. 経済成長と株式市場のギャップ

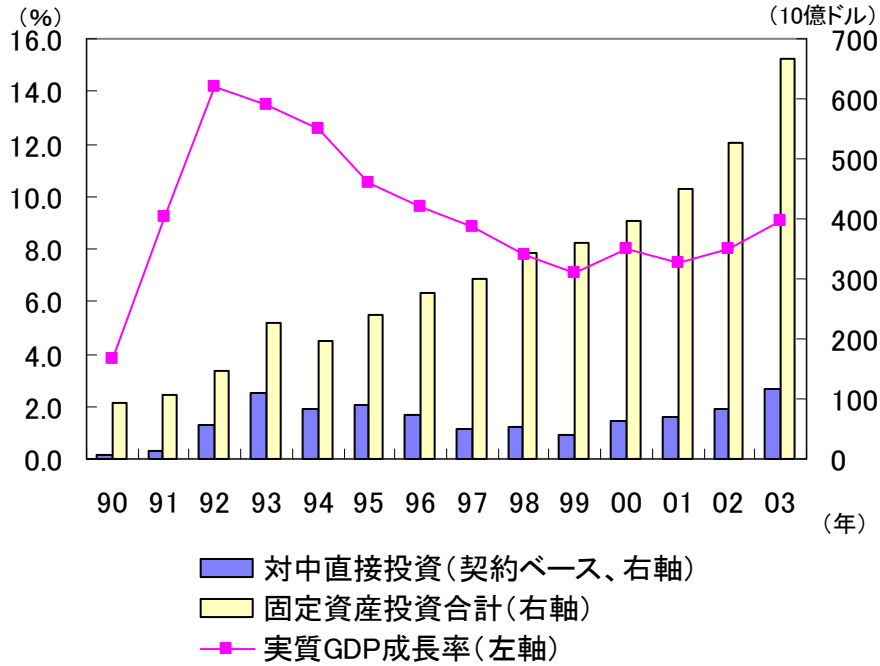
中国の国家統計局によると 2003 年の中国 GDP 成長率は 9.1%と 97 年来最高となる見通しである。固定資産投資は 4 年連続で二桁増加し、2003 年は前年比 27%増と 1994 年来最高となった模様である。また、安定的な高成長を背景に、世界的にも中国への投資ブームが生じており、2000 年以降、中国への直接投資は増加を続け、2003 年は 1,000 億ドル（契約ベース）を超えた。直接投資が 1,000 億ドルを超えるのは、鄧小平南による巡講話を受けた 93 年の投資ブーム以来のことで、まさに世界中が中国経済の成長に注目している状況にあるといえよう（図表 1）。

こうした、活況な経済や投資の状況と比べて株式市場の動向は冴えない。中国の株式市場は、ここ 2 年以上にわたって低迷が続いて

きた。上海、深セン両取引所の売買高は 2000 年のピーク時の 6 兆元（84 兆円）から半減し（2003 年）、上海証券取引所の A 株総合指数も 2001 年 6 月 13 日に過去最高の 2,337 ポイントをつけた後、4 割以上下落し低迷を続けてきた。昨年 11 月より株価は回復基調にあるが、まだピークの 7 割の水準である（図表 2）。

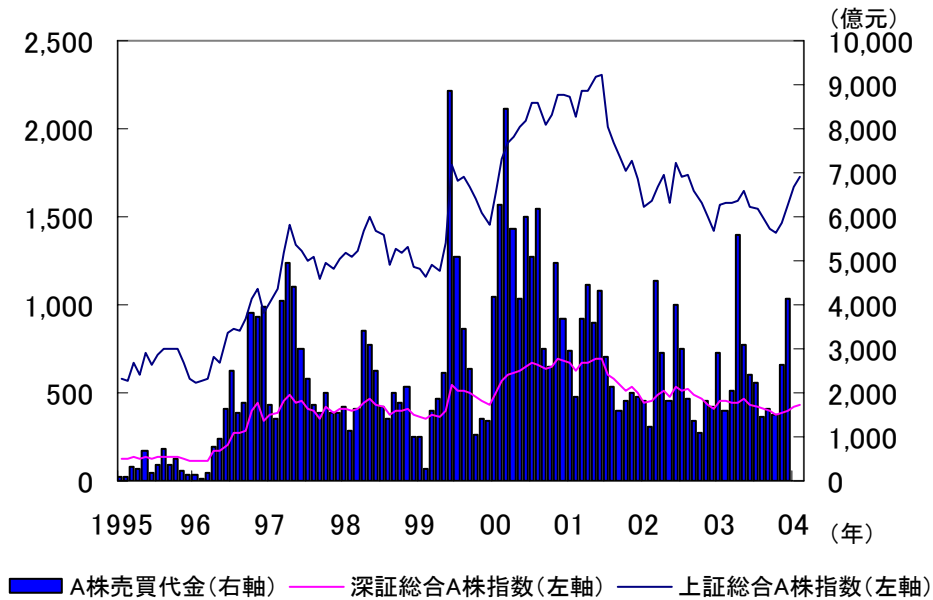
株式市場は経済を写す鏡であるといわれる。中国でも経済の開放政策が大きく実を結び始めた 90 年代、経済規模の拡大とともに株式市場も大きく発展してきた。ところが近年、経済と株式市場の発展の間に大きなギャップが生じてきている。大量の非流通株式の存在、上場企業のディスクロージャーや経営の質の問題といった様々な問題点が、設立から 10 余年を経た中国株式市場の一段の発展にとって大きな障害となってきているのである。

図表 1 安定高成長を続ける中国経済



(出所) 中国国家統計局資料等より野村資本市場研究所作成

図表 2 長期低迷が続く株式市場



(注) 1. 深証総合A株指数の基準日は1991年4月3日、基準値は100。
 2. 上証総合A株指数の基準日は1990年12月19日、基準値は100。
 3. 指数は全て月末値。

(出所) 上海証券取引所、深セン証券取引所

II. 株価低迷の要因

1. 大量の非流通株の存在

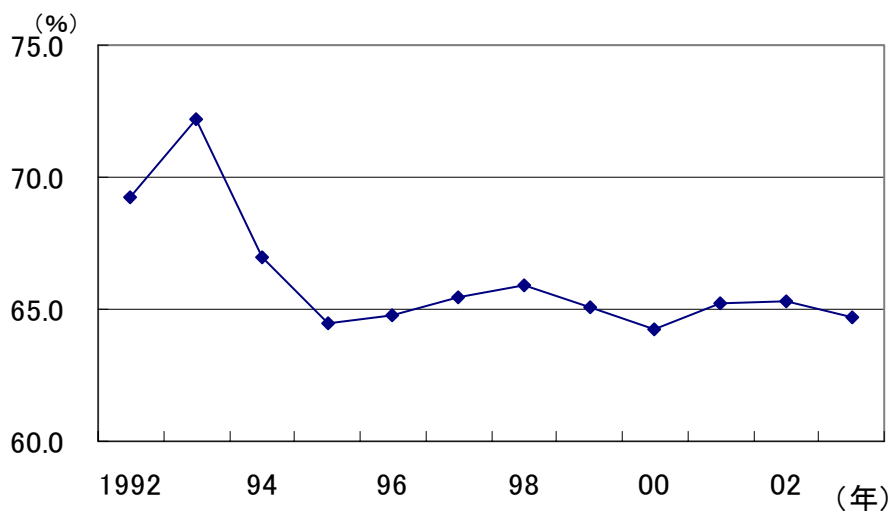
2001年6月以降の株価の大幅な下落の直接の要因は、政府（国務院）から出された国有株の放出についての方針を投資家が嫌気したためと言われている¹。国有株の市場への放出については過去に何度も試験的に実施されてきたが、その度に市場参加者や投資家から反発を受け中止に追い込まれてきた。その結果、上場企業の発行済み株式に占める非流通株²の割合はここ10年ほとんど変化が見られず、2003年12月末時点でも約65%と過半数を占めた状況にある（図表3）。株価の下落を受けて、国務院は国有株の放出に関する方針を2002年6月に撤回したが、その後も投資家の間には、将来的に大量の非流通株が市場へ放出されるのではないかと懸念が残り、株価が回復しない大きな要因の一つとなっている。

こうした中、2003年3月には、中国政府による国務院の機構改革の一環として、国有資産の管理と運営を担当する国有資産監督管

理委員会（国資委）が新設され、今後、国有株の処理については同委員会と中国証券監督管理委員会（証監会）に全権が委ねられる体制となった。国資委は2003年11月30日には国有企業改革に関するガイドライン³を出し、国有株も含めた国有資産の取扱いに関する考え方を示した。国有株の売却については、国有資産の安価による流出が問題とされたことから、譲渡価格について、純資産価格を最低価格とし、企業の収益力や株価を参考にするとのみで、売却の具体的な方法などについては提示されなかった。

その後、2004年1月31日に国務院より出された意見⁴では、株式が市場で自由に売買できる流通株と非流通株に分断されている状況について改めて問題点として指摘する一方で、非流通株の処理については、株式市場や投資家への影響を考慮しつつ慎重に対処していくことが示された。国有株を処理する方法としては、純資産価値で売却する、暫定的に専用の市場を創設する、株式併合や償却を活用するなど、様々な方式が議論されているが、いまだ決定的な解決策は見つかっていないのが現状である。

図表3 上場企業の発行済み株式に占める非流通株の割合



（出所）中国証券監督管理委員会資料より野村資本市場研究所作成

2. 上場企業に対する不信

2000年以降、証監会は既存の上場企業のディスクロージャーやコーポレート・ガバナンスの強化を実施するなど、投資家が信頼できる透明性の高い株式市場へ向けた改革を進めている。ところが、その過程で、多数の上場企業の不正会計の実態が明らかとなったことから、規制の強化によって、むしろ多くの問題が今後露呈することを投資家が懸念し、逆に株式市場への投資にブレーキがかかってしまった。国有株の放出を見送る方針を政府が再三提示したにもかかわらず株式市場が低迷を続けてきたのは、こうした上場企業への投資家の不信の高まりも要因としてあげられる。情報の非対称性が広範囲にわたって認識されてしまった典型的なケースともいえ、投資家は上場企業の多くが問題を抱えており（いわゆるレモンであり）、いくら価値で取引すればいいのか分からなくなってしまったといえよう。

投資家の間に根強い上場企業に対する不信の背景としては、中国におけるこれまでの上場制度の問題点があるものと思われる。2000年までは中国における株式の新規上場は、政府によって、毎年、発行枠が設定され、地方政府に割り当てられた発行枠の範囲内で企業を推薦し、証監会上場を申請する仕組みであった。現在の上場企業1,282社の8割以上はこの制度によって上場された企業である。この仕組みでは、投資家にとって上場企業が投資価値があるかということよりも、上場によって地方政府に直接的及び間接的にどのような便益がもたらされるかという点が重視されたため、経営体制や収益の状況が上場企業としてそもそも相応しくないような企業が上場されるケースも少なくなかった。

その後、1999年の証券法の施行を受けて、2000年には上場制度の見直しを実施され、新制度では上場を希望する企業が証監会及び取引所に上場申請を行い、証監会に設置され

る株式発行審査委員会（発審委）が最終的に認可する形式となった。また、2001年には証監会が引受証券会社に実績に応じて引受件数の枠（条と呼ばれる）を配分する制度（通道制）も導入された。この発審委は、証監会や証券取引所、市場関係者、その他外部の人員を含めた総計80名で構成された委員が10のグループに分かれて審査を行うという制度であり、上場企業の選定に際して、政策的な考え方を排除し、より客観的な判断を行うことが期待された。また、引受件数の配分制においては、上場後の引受企業の状況や引受枠の消化状況が枠の配分に際して考慮されるため、証券会社に一定の規律をもたらすものとして期待された。

ところが、制度変更以降、新規上場企業の選出について一定の改善が見られたと評価される一方で、依然として増資後に急速に業績が悪化したり、増資で調達した資金の用途が不明確なケースが散見されたこともあり、さらなる制度の改善を求める声も多くあがった。発審委については、全ての委員が本業との兼任であったことや、担当者の責任や審査の内容が不透明なことが批判された。

また、配分制については、政府が割当件数を決定する制限的な仕組みによる弊害が指摘された。具体的には、証券会社一社に配分される最大枠が8枠であったため、大手証券会社にとってはビジネスの拡大に大きな制約となり、最大の収益を確保するため大型案件への過度の集中が生じ、質よりも規模が重視される（重量軽質）という現象が生じてしまったことが批判された。一方で、中小の証券会社においては一定の枠が確保されるといった悪平等が生じたため、質の低い企業の上場が依然として可能であることも批判された。上海証券取引所研究センターの研究では、上場企業のROEが上場前2年から継続的に低下する現象や、ROEの分布が証監会の設定する株主割当（配股）に必要な条件の変更に沿

って変化することなどから、上場企業による会計操作の可能性も指摘されている⁵。また、増資を行った企業の1年半後の状況について、資金使途に変化があった企業、赤字に陥った企業、主要部門の利潤が減少した企業の数を追跡して集計した研究では、そうした企業の割合が依然として多いことも指摘されている（図表4）。証監会も一部の証券会社が上場企業の粉飾に加担していることを批判している。

Ⅲ. 新しい上場及び発行制度

1. 株式発行審査委員会の見直し

これらの批判と株式市場の長期にわたる低迷を受けて、証監会は再度、上場制度を全面的に見直すことを発表した。これまでブラックボックスに近かった発審委については、透明性を高める一方で独立性を強化し、さらに、委員の専門性を高めるような改正が行われた⁶。

委員の人数については、80人から25人へと大幅に削減する一方で、専門の委員を13名と半数以上とした。任期は2年から1年、連続で3期3年と半分に短縮された。年齢や国籍の制限はなくなり、業務に必要な専門知識に精通していることや専門分野において名声が高いことなどが条件として法律に明記された。今回選ばれた委員には、香港のUBS-AGの幹部やアーンスト・ヤングのパートナ

一、香港証券先物監督委員会の上場監督部門の元責任者などの香港出身者も含まれている。

これまで明確ではなかった審議の工程については法律上明記し、さらに、非公表だった委員の氏名を公表し、特定の企業の審査をどの委員が担当するのかについても証監会のウェブサイトなどで一般に公開されることとなった。名前や担当企業がわかることによって、特定の委員に対して発行体などからの様々な働きかけが増加しないよう、委員に対しては発行体などから不当な影響を受けた場合の報告義務を同時に課した。担当委員が公表される証監会のウェブサイトの公告では、申請期間中に担当委員への資金や物品等の提供しないこと、審議に影響をあたえるようなことを行わない旨の発行企業による承諾書が添付されている。また、委員間においても、決議に際して示し合わせを行うことや他の委員の決議に影響を与えるような行動をとることを法律上明確に禁止し、投票も無記名式から記名式に変更された。さらに、委員やその親族などと発行関係者との関りについては、以前の制度でも株式の保有やコンサルティング契約を結ぶといった利害関係を排除するように手当てされていたが、今回は、委員が所属する機関にもその対象が拡大された。

以前の制度では全てを非公開にすることで、委員への不正な働きかけを排除しようとしたが、逆に、非公開であるゆえに不正の可能性を語る声が多くなったため、証監会は、今回、

図表4 証券市場で資金調達した企業のその後

資金調達年	資金調達額(億元)	資金調達企業数	資金調達後2年目の中間決算期の状況					
			資金使途変更企業数		赤字企業数		主要部門の利潤が低下した企業数	
				比率		比率		比率
2000	1,556	325	120	37%	14	4%	107	33%
2001	1,092	187	53	28%	18	10%	79	42%
2002	737	119	17	14%	9	8%	22	18%

(出所) 中国証券業協会「中国証券業通訊」2003年9月号

透明性を高めることで関係者と責任を明らかにしつつ、不正については厳しく処する方式へと切り替えた。

2003年12月30日には、新しい法律による株式発行審査委員会の第一回目の会議（2003年第52会議）が召集され、深セン上場のTCL通説を株式交換によって吸収合併したTCL集団持株会社の新規上場と、京東方科技集団株式会社のB株発行が決議された。2004年1月18日に召集された二つの会議では、二つの案件について初めて会社名が公表される形で審査を通過できなかったことが明らかにされた。

2. スポンサー制の導入

1) 株式会社としての規律の強化

今回の上場及び発行制度の見直しの中で最も大きな変化をもたらすものと思われるのが、従来の証券会社への引受件数枠の配分（通道制）の廃止とスポンサー制（保薦人制度）への移行である。

スポンサー制度とは、株式の新規上場や発行にあたって、発行業務に精通した証券会社などがスポンサーとして発行体を指導する制度である。スポンサーは、発行体に対して、上場会社としての経営の体制、例えばディス

クロージャーの内容等を指導し、さらにその内容に不備がないことを公に保証する。また、証券発行後もスポンサーは、一定期間、発行体を監督指導する責任がある。仮に発行体の情報開示などに問題があった場合、スポンサーに対しても相応の責任が追及される。

スポンサー制度は、ロンドンのAIMや香港のGEMなどの新興企業市場で多く採用されている制度である⁷。新興企業市場に上場する企業の多くは創業間もない企業で、ディスクロージャーやコーポレート・ガバナンスなど上場企業としての体制が不十分なものが多いため、投資家保護の観点から、業務に精通した証券会社などに責任を持たせる仕組みとしているのである。

今回、中国では、このスポンサー制度をメイン・ボードに全面的に導入することを決定したが、その背景には、中国の株式市場の歴史がまだ短いということがあるのだろう。中国の上場企業の多くは企業（国有企業）としての歴史は長い、株式会社としての歴史は浅いものがほとんどであり、昨今の不正会計や一部株主による企業資産の乱用といった問題も、経営者や支配株主が、株式会社ひいては株式市場の仕組みや規律を十分に理解して

図表5 株式発行審査委員会制度の主な変更点

<ul style="list-style-type: none"> • 株式発行審査の工程を公開（第5条） • 委員の人数を80人から25人に縮小し、証監会以外の人員を20名と割合を増加。専任も可能とした（第6条） • 年齢及び国籍制限の廃止（第8条） • 任期を2年から1年に短縮。連続3期までなので最長は6年から3年に（第7条） • 委員の資格として専門性をより重視（第8条） • 解任の条件として参加姿勢（勤勉さ、真面目さなど）を加える（第9条） • 委員間で示し合わせたり、他の委員の決議を誘導したりしない（第13条） • 発行体などから不当な影響を受けた場合の報告義務（第14条） • 回避すべき利害関係者として、親族等以外に委員の所属組織を加える（第15条） • 会議の3日前に利害関係が有る旨を報告（第16条） • 審査工程の明確化（第18～30条） <ul style="list-style-type: none"> 会議の構成（毎回7名）、記名投票で5票以上が必要、会議の一時中断と再開、結果の公表、年一度の全体会議など • 委員の監督について明確化（第31～36条） <ul style="list-style-type: none"> 証監会による委員の解任、会議及び審査の中止、違法取引の調査など
--

いないために生じているものと思われるからである。

これまでも、会計基準の整備やディスクロージャーの強化、社外取締役制度の導入、コーポレート・ガバナンス基準の設定など、上場企業を規律付けるための制度枠組みは整えられてきたが、運用面では必ずしも十分に機能してきたとはいえなかった。中には、上場企業だけでなく、引受証券会社、会計士、法律家が共謀することによって、不正を働くケースも見られた。悪質なケースについては引受証券会社やその他の専門家の責任を問う仕組みとなっていたが、今回のスポンサー制度の導入では、引受証券会社の責任をより重くする一方で、スポンサー責任者という個人レベルにまで職責が及ぶ仕組みとした。

2) スポンサーの条件

スポンサー制度の導入は 2004 年 2 月 1 日⁸からで、しばらくの間⁹は、従前の引受枠を割り当てる制度（通道制）との併用となる。スポンサー制度の対象となるのは、IPO、上場企業の増資、転換社債の発行であり、一つの発行案件につき、スポンサー機関（1 社）、スポンサー代表人（2 人）それぞれが、上場企業の品質を保証する（双保）。また、スポンサー機関の取り扱う案件数に上限はないが、

代表人は同時に 1 つの案件のスポンサーとなることしかできない。

スポンサー機関となれるのは全ての証券業免許を持つ総合証券会社で、証监会への登録が必要である。また、資本や人的な関係のある発行体のスポンサーにはなれない¹⁰。スポンサー代表人としては投資銀行業務の経験がある証券会社の従業員のうち、新たに設定される能力認定試験に合格したものが登録される。高額な負債を抱えていないことや、3 年以内に違法行為により証监会から処罰を受けていないことも条件となっている。高額負債の有無については、違法行為に及ぶ可能性のあるものを極力排除することを狙っているであろう。

投資銀行業務の経験については、詳細が別の通知で規定されている。過去に発行目論見書に責任者として名前が記載されている者や、投資銀行業務を主管する管理職などが対象となっており、中国全体で約 1,500 人がこの条件に該当するといわれている¹¹（図表 6）。スポンサー制度の導入が検討され始めた 2003 年前半は、もっと厳しい条件が付されるという観測が広がり、証券会社の間では人材の争奪が峻烈化し、一時 IB 経験者の処遇が急騰するという現象も生じた。

図表 6 スポンサー代表人となるための投資銀行業務の経験

<p>条件 1 3 年以上の投資銀行業務の経験があり、2002 年 1 月 1 日以降少なくとも 1 件の内外の IPO、増資、CB の発行を担当し、目論見書に責任者と記載されている者。1 件の発行につき 1 人の責任者しか認めない。この条件に該当するのは約 300 人。</p>
<p>条件 2 5 年以上の投資銀行業務の経験があり、少なくとも二つの内外の IPO、増資、CB の発行について主幹業務を行う。発行目論見書に名前の記載が必要。1 件の発行につき、2 人の関係者しか認めない（そのうちの 1 人は条件 1 の責任者）。この条件に該当するのは 700～800 人。</p>
<p>条件 3 3 年以上の投資銀行業務の経験があり、投資銀行業務部門を主管する責任者もしくは責任者及び関係者を査定する者。総合証券会社 1 社につき、従前の制度で与えられていた引受枠（通道枠）の 2 倍の人数まで。この条件に該当するのは約 400 人（200 枠×2）。</p>

（注）主幹事からは、証监会から行政処分を受けたものや発行体が発行当年度に赤字に陥ったものが除かれる。

（出所）「証券発行上場スポンサー（保薦）制度暫定弁法」の実施に関する通知。および中国証券報インターネット版（2004 年 1 月 5 日付）より野村資本市場研究所作成

3) スポンサーの責任

スポンサーは、発行体に対して単に上場規定を満たしているかというだけでなく、将来的な会社の発展が見込まれるか、大株主などの実質的な所有者から業務面や財務面で独立しているか、コーポレート・ガバナンスやディスクロージャーが継続的な問題となっていないか、さらには管理職が法律を理解し上場企業を管理するに相応しい能力と信頼があるか、といった観点から担当企業を精査し、指導を行う必要がある。

最終的には推薦書において、それらの点について保証することとなる。新規上場についてはその後3年間、増資及び転換社債の発行については2年間¹²、ディスクロージャーや調達資金の使途に問題がないか、株主の利益を害するような事が生じていないかなどについて監督しなければならない。また、重大な問題が発生した場合には速やかに公表、報告を行うことが求められている。

スポンサーの登録内容に不備が認められた場合や、スポンサー期間中にスポンサーが法

図表7 スポンサーに責任が及ぶ発行体の状況一覧

<p>① 発行目論見書に虚偽、誤解を招く記述、重大な遺漏があった場合。</p> <p>② 上場当年度が赤字だった場合。</p> <p>③ スポンサーの監督期間中に、ディスクロージャーに虚偽、誤解を招く記述、重大な遺漏があった場合。</p> <p>以上の何れかに該当する場合、証監会は以後3ヶ月間、スポンサー証券からの推薦を受け付けず、代表人は登録が抹消される。</p>
<p>① 上場当年度、累計で50%以上の資金を当初と違う目的に利用した場合。</p> <p>② 上場当年の主要業務の利潤が前年比半分以下となった場合。</p> <p>③ 上場後12ヶ月以内に大株主、実質支配株主が変わった場合。</p> <p>④ IPOや証券発行の後、12ヶ月以内に累計で半分以上の資産もしくは主要業務部門のリストラが行われた場合。新株の発行及び転換社債の発行の場合、目論見書にその記載がある場合は除く。</p> <p>⑤ 実際の利潤が予想の20%以下だった場合。</p> <p>⑥ 関連企業などと不公正もしくは違法な取引がある場合や、取引の金額が前年末純資産額の5%もしくは関係する損益が前年の純利益の10%を超過する場合。</p> <p>⑦ 大株主、その他実質支配株主が、発行体の資源を違法に占有し、その金額が前年末の純資産の5%もしくは関係する損益が前年の純利益の10%を超過する場合。</p> <p>⑧ 他者に対して違法に保証を提供し、その金額が純資産の10%、もしくは関係する損益が前年の純利益の10%を超過する場合。</p> <p>⑨ 資産の売買や貸借、委託などを違法に行い、その金額が純資産の10%、もしくは関係する損益が前年の純利益の10%を超過する場合。</p> <p>⑩ 管理職が発行体の利益を横領し行政処罰や刑事責任を問われた場合。</p> <p>⑪ 法定の期限内に定期報告を行わなかった場合。</p> <p>⑫ 業績の重大な変化もしくは損失について法定のディスクロージャーを行わなかった場合。</p> <p>⑬ 資産の売買について法定のディスクロージャーを行わなかった場合。</p> <p>⑭ 関連企業などとの取引について法定のディスクロージャーを行わなかった場合。</p> <p>⑮ 前年純利益の10%を超過、保証の提供による損失、災害による損失、資産の減価及び準備金の計上、政府からの補填、訴訟賠償などに関する法定のディスクロージャーを行わなかった場合。</p> <p>⑯ 株主権に対する質権の設定や実質支配株主の変化に関する法定のディスクロージャーを行わなかった場合。</p> <p>⑰ 訴訟、保証の提供、重大な契約、調達資金の変更などに関する法定のディスクロージャーを行わなかった場合。</p> <p>以上の何れかに該当する場合、証監会は以後3ヶ月間、当該スポンサー代表人が担当する推薦を受け付けない。また、複数該当するなど深刻な場合は、期間がさらに延長される。</p>

(出所) 「証券発行上場スポンサー(保薦)制度暫定弁法」の実施に関する通知より野村資本市場研究所作成

令違反を犯した場合などは、当該スポンサーが推薦する上場案件や証券発行は以後3ヶ月から12ヶ月の間受理されず、重大な問題の場合には登録が抹消される。また、スポンサーに責任が及ぶ発行体の状況については、発行目論見書など発行体のディスクロージャーに問題があるケースだけでなく、上場当年度に発行体が赤字に陥った場合や利益が予想から大きく減少した場合、調達資金の用途を変更した場合、主要株主に変化があった場合など経営全般に渡っている¹³。まさに「上場企業の質」についてスポンサーが太鼓判を押すような内容となっている（図表7）。

IV. 今後の展望

2000年以降の監督強化の結果、多くの上場企業における不正会計や不明瞭な資金利用の実態が明らかとなり、市場全体に投資家の不信が広がってしまった。今回の制度変更では、証券の発行関係者の責任を強化することによって、新規上場及び発行時点で上場企業の品質を市場に対して約束し「水源から質を高めていく」ことが目指されている。内容的には、監督当局がスポンサーの責任範囲という形で最低限の「上場会社の質」を規定し、その質を維持することをスポンサーである証券会社に強く求めるといふ、どちらかという規制色が濃く残った制度であるといえる。

本来、上場会社の質や引受証券会社の責任などについては、投資家などの市場参加者が自ら判断し、悪いものは自然に淘汰されていくというのが市場原理である。今回の制度設計においては、過去の不正のケースを参考にしたものと思われるが、スポンサー証券の責任の範囲は上場企業の経営内容にかかわる部分にまで広がっている。株主でもなく経営にも関与できない証券会社にとって、ここまでの監督責任が求められることは負担が重過ぎることは無いだろうか。証券会社にとっては、

個別の引受業務（スポンサー業務）が引受業務全般にもたらすリスクが飛躍的に増大するため、逆に市場が萎縮してしまう事態も考えられよう。また、スポンサーの責任期間を明確にしていることから逆に期間終了後に大きな業績変動が生じる、つまり、以前生じていた上場後の業績悪化という現象が単に長期化するといったことも懸念されよう。

2004年1月31日に国務院が公表した「資本市場の改革開放と安定的発展の推進に関する若干の意見」では、過去10年以上にわたる証券市場の発展が社会主義市場経済の形成に与えた影響を評価し、今後も、効率的な資本配分や、国有企業の改革、民間企業の成長、直接金融化による金融の効率化など向けてさらなる資本市場の改革や整備を行うことが宣言されている。証監会によれば、今回の上場制度のスポンサー制への移行は、当局による管理制から最終的な目標である登録制（注冊制）へ移行する過渡的なものという位置付けだといふ。これまでの中国の経済改革の特徴である漸進的な改革を資本市場改革でも踏襲しているわけである。確かに、今回の制度変更によって、実質的に株式の発行を量的に制限する規制はなくなったといえる。しかし、実際のスポンサーへの責任追及など、証監会の運用次第では、より統制的な内容となることも考えうる。

今回の制度変更が証監会の意図するように、中国の株式市場を管理された市場からより市場原理を尊重したものへと進化させていくことにつながっていくのか、今後の動向が注目される。

¹ 2001年6月12日、国務院は「国有株の削減による社会保障資金の調達に関する暫定規則」を出し、企業がIPOもしくは増資を行う際に、総額の10%に相当する国有株を市場で売却し社会保障基金の資金に充当するとした。

² 非流通株とは、政府が直接保有する国家株、中央政府や地方政府の傘下にある法人がその大部分を所

有している発起人法人株、その他市場で売買することができない株式の合計を指す。以下同じ。

³ 正式名称は「国有企業改革の作業を規範化することに関する意見」。

⁴ 2003年10月の第16期中央委員会第三全体会議で採択された「社会主義市場経済体制を完備する若干の問題に関する中国共産党中央の決定」を受けて出された。正式名称は「資本市場の改革開放と安定的発展の推進に関する若干の意見」。

⁵ 1999年に株主割当に必要な基準が10%から6%に軽減された後、上場企業のROEの分散が以前の10~11%中心から、6~7%中心に移ったことが指摘されている。上海証券取引所研究センター「中国上場企業の会計操作問題の研究」、上海証券取引所『上証研究』2003年第2集。

⁶ 「中国証券監督管理委員会株式発行審査委員会暫定弁法」2003年12月5日公布、即日施行。「中国証券監督管理委員会株式発行審査委員会業務細則」2003年12月11日公布、即日施行。

⁷ メイン・ボードにスポンサー制度を採用している市場としてはカナダのトロント証券取引所の例がある。

⁸ スポンサー制度を規定する法律は証監会が2003年12月28日に公布した「証券発行上場スポンサー（保薦）制度暫定弁法」。

⁹ 証監会のコメントでは2004年10月を目処にスポンサー制度への全面移行が実施される予定。

¹⁰ 具体的には、スポンサー機関及びその株主などが発行企業の株式を7%以上保有している場合、逆に発行企業がスポンサー機関の株式を7%以上保有している場合、融資や保証の関係がある場合、役職を兼任している場合などがあげられている。

¹¹ 中国証券報インターネット版、2004年1月5日付。

¹² 正確には、新規上場については上場当年度とその後2会計年度、増資及び転換社債の発行については発行当年度とその後1会計年度。

¹³ 証監会は、スポンサーが十分に職責を果たしたこと、並びに、発行体が故意にスポンサーを騙していたことや不可抗力によって業績や調達資金の使途が変化したことが証明できた場合はスポンサーの責任について考慮するとしている。