

## 中国株式市場での発行登録制度改革の全面展開 —政府による株式発行審査制度からの転換—

関根 栄一

### ■ 要 約 ■

1. 2023年2月17日、中国証券監督管理委員会（証監会）は、株式発行登録制度の全株式市場への全面展開に関する制度・規則を公布し、即日施行した。同年4月10日には、同制度導入後、第1陣となる10社が上海・深圳証券取引所のメインボードに上場した。
2. 株式発行登録制度とは、従来の証監会による審査・認可制度を転換し、証券取引所による審査を通じて証監会に登録し、株式発行を行う仕組みである。中国では、1990年12月に証券取引所が開業して以来、中央政府または証監会が直接、上場審査をしており、22年間に渡って続いてきた株式発行審査制度の転換となる。
3. 株式発行登録制度は、メインボードでの全面展開に先立ち、新興市場（上海・科創板、深圳・創業板）で導入実験が行われてきた。同実験の結果を踏まえ、証券法等が改正され、各ボードの位置づけも明確にされ、情報開示を中心とした発行・上場手続き制度が整備された。また、発行体の法人形態では、種類株式発行企業の上場が科創板以外にも拡大された。併せて、財務及び会計面の審査基準は、従来の直近の財務指標ベースから、予想時価総額に基づく考え方に改められた。手続き面では、申請書類の証券取引所による受理日から数えて証監会による登録まで3ヵ月を越えてはならないという審査期間の上限も設けられた。
4. 2023年4月のメインボードでの上場第1陣では、従来のIPO価格の上限慣行が撤廃された。登録制度の全面展開により、新株発行が常態化されることで、投資家の投資スタイルが変わり、今後、機関投資家の比率が高まる可能性もある。短期的には中国の経済再開（リオープン）の下での機動的なエクイティファイナンスの実現が発行体から期待されている。総じて、登録制度の導入は、市場と政府との関係を調整する動きの一環と言えよう。発行市場の規制緩和の一方、「上場会社監督管理条例」の制定等、上場会社に対する新たな監督体制についても、今後の整備動向が注目される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 関根栄一「上海での新興市場（科創板）の創設と今後の展望—イノベーション型企業の資金調達を支援—」『野村資本市場クォーターリー』2019年秋号。
- ・ 関根栄一「金融・資本市場から見た中国の第14次5ヵ年計画—直接金融の比率向上に向けて—」『野村資本市場クォーターリー』2021年夏号。

## I はじめに

2023年2月17日、中国证券监督管理委员会（証監会）は、株式発行登録制度の全株式市場への全面展開に関する制度・規則を公布し、即日施行した<sup>1</sup>。株式発行登録制度とは、従来の証監会による審査・認可制度を転換し、証券取引所による審査を通じて証監会に登録し、株式発行を行う仕組みである。中国では、1990年12月に深圳証券取引所と上海証券取引所が開業して以来、上場を通じた資金調達を、中央政府または証監会が直接、審査する仕組みを採ってきた。今回の株式発行登録制度の全面展開により、1990年以来、22年間続いてきた当局による株式発行審査制度から転換することとなった。同年4月10日には、株式発行登録制度導入後、第一陣となる10社が上海・深圳証券取引所のメインボードに上場した（図表1）。

株式発行登録制度は、メインボードでの全面展開に先立ち、新興市場で実験的に行われてきた。第一に、上海証券取引所の新興市場である科学技術創新板（科創板）で株式発行登録制度の実験が実施され、2019年7月22日に上場が始まった。第二に、2020年6月12日、証監会は深圳証券取引所の新興市場である創業板を対象に、株式発行登録制度を実験する規則を公布し（即日施行）、同年8月24日に登録第一号が上場した。2021年11月15日には、既存の店頭市場を衣替えする形で北京証券取引所が設立され、株式発行登録制度が実験されている。

本稿では、株式発行登録制度の全面的導入に関わる制度設計の概要と従来の審査・認可制度との違い、またこれまでの制度改革の経緯を振り返り、今後の動きを展望する。

図表1 株式発行登録制度導入後・上場第一陣（10社）

コード	正式社名	業種	設立	上場市場	発行価格 (元/株)	発行時 PER(倍)	新株発行数 (万株)	募集金額 (億元)
001286.SZ	陝西能源投資股份有限公司	電力	2003年9月	深圳	9.60	90.630	75,000.00	72.00
601133.SH	柏誠系統科技股份有限公司	建築・エンジニアリング	1994年1月	上海	11.66	40.600	13,000.00	15.16
601065.SH	江西省塩業集团股份有限公司	基礎化学工業	2015年12月	上海	10.36	37.760	16,000.00	16.58
001328.SZ	重慶登康口腔護理用品股份有限公司	家庭用品	2001年12月	深圳	20.68	36.750	4,304.35	8.90
603125.SH	江蘇常青樹新材料科技股份有限公司	特殊化学工業	2010年6月	上海	25.98	34.830	4,814.00	12.51
001360.SZ	南昌鈺機集团股份有限公司	工業機械	2003年1月	深圳	15.38	34.660	5,100.00	7.84
001367.SZ	浙江海森薬業股份有限公司	製薬	1998年2月	深圳	44.48	33.580	1,700.00	7.56
603135.SH	中重科技(天津)股份有限公司	工業機械	2001年6月	上海	17.80	29.010	9,000.00	16.02
001287.SZ	深圳中電港技術股份有限公司	電子設備系技術商品及び販売	2014年9月	深圳	11.88	26.810	18,997.50	22.57
601061.SH	中信金属股份有限公司	工業品販売及び貿易	1988年1月	上海	6.58	20.210	50,115.38	32.98

(注) 2023年4月10日、各社とも上海または深圳のメインボードで上場。

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 中国证券监督管理委员会「全面实行股票发行注册制制度规则发布实施」2023年2月17日。

< <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7123213/content.shtml> >

## Ⅱ 全面展開された株式発行登録制度の制度設計

### 1. 制度設計の考え方

#### 1) パブリックコメントの募集

証監会は、株式発行登録制度の全面展開に先立ち、2023年2月1日、中国共産党中央委員会・国務院（内閣）が「株式発行登録制度の全面展開に向けた実施プラン案」を承認したことを受け、同実施案の実行に向け、「株式新規公開発行登録管理弁法」等の主要規則に関するパブリックコメントを同年2月16日まで募集した<sup>2</sup>。

証監会は、株式発行登録制度を「規範化され、透明かつ開放的で、活力と強靭性を備えた資本市場を構築する」という目標の一環として全面展開するとした上で、「発行体の選択権を（当局ではなく）市場に委ねる」（中国語原文で「把选择权交给市场」）のが同制度の目的であると説明している。この「市場に委ねる」とは、（後述の）株式新規公開発行登録管理弁法（2023年2月17日施行）の9条に明記されている通り、①証監会及び証券取引所は申請対象IPO株式の投資価値や投資収益について実質的な判断や保証を行うものではない、また、②証監会や証券取引所は申請書類の真実性、正確性、完全性に対して保証を行うものではない、という意味である。すなわち、情報開示を中心とした発行・上場手続き制度の下で、（後述の）保証推薦人や発行体に開示内容に対する責任を負わせる趣旨と考えられる。

同時に、同制度の全面展開は、株式市場への管理監督の強化とパッケージになった改革であり、資本市場の機能を整備し、金融仲介における直接金融の割合を拡大し、中国経済の質の高い発展を更に促進することを目的としている。

#### 2) これまでの実験結果を踏まえた制度整備

これまでの新興市場での実験の経験を踏まえ、株式発行登録制度の全面展開時に当たっては、さらに以下のように制度を整備するとしている。

一つ目は、登録手続きの最適化である。証券取引所に上場審査を行う主体としての責任を更に持たせ、取引所が株式発行条件、上場基準、情報開示基準を企業が満たしているかどうかを全て審査し、証監会は取引所の審査意見を基に法に基づき登録に同意するかどうかを決定する。

二つ目は、登録制度の統一である。新興市場で同制度の実験を行ってきた上海証券取引所・深圳証券取引所のそれぞれの規則を統一し、北京証券取引所の規則も上海・深圳証券取引所の規則と内容を一致させる。

三つ目は、管理監督の牽制メカニズムの整備である。証監会は、証券取引所の審査

<sup>2</sup> 中国証券監督管理委員会「中国证监会就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见」2023年2月1日。

<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7047626/content.shtml>>

業務に対して統一的な協調・監督評価を強化し、証券取引所の審査水準が向上するよう促す。また、証券取引所の上場審査委員会や合併・買収審査委員会の委員構成、任期、職責、議事に関する規則を改革し、各委員の就任基準を引き上げ、専門家の比率も高めて、規律メカニズムを強化し、両委員会の審査機能を着実に発揮させる。

### 3) 情報開示を中心とした株式発行・上場手続きの実現

登録制度改革は、前述の「発行体の選択権を市場参加者に委ねる」という証監会の表現に加えて、市場メカニズムと法治機能を強化し、市場と政府との関係を調整するものであるとしている。換言すれば、審査主体の変化に留まらず、情報開示を中心とした株式発行・上場に関する全ての手続きが規範化・透明化され、予見可能性を高めることが更に重要であるとしている。

そのために、第一に、発行・上場条件を大幅に最適化した。登録制の下では、企業の株式公開発行に必要な資格、法的条件のみを残し、従来の審査制度の下で当局が設定していた基準は、情報開示面の要求に置き換えられ、当局が企業の投資価値に対し判断を行うことを停止した。

第二に、情報開示の質を重視する方向に転換した。登録制の実施は、情報開示の質に対する要求を緩和することを意味するわけではなく、審査を更に厳格化するものである。審査業務は、主に質疑応答を通じて行われ、発行体に真実・正確・完全な情報の開示を促すものである。同時に、多様な観点からのチェック、現場での指導、現場での検査、苦情受付・報告、監督面での法執行等の多様な方法を総合的に運用し、発行体に情報開示の第一責任と、仲介機関のゲートキーパーとしての責任を集中的に負わせるものである。

第三に、オープンに審査していくとした。審査・登録に関する基準、手順、内容、手続き、結果の全てを公開し、公権力の運用・行使過程もすべて透明化し、厳格なチェックを行い、同時にバランスも確保し、社会からの監視を受け、審査・認可制と根本的に区別を行うこととした。

### 4) 改正証券法の可決・公布

新興市場での株式発行登録制度の導入実験と並行して、証監会は、メインボードでの同制度の導入に向け、（証券市場の基本的な法体系を定める）証券法の改正作業を進めてきた。2019年12月28日、第13期全国人民代表大会（全人代）・常務委員会第15回会議は、改正証券法を可決・公布した（2020年3月1日）。

証券法の直前の改正は2014年で、2019年の改正前は、証券を公開発行するためには「国务院証券監督管理機関または国务院が授権する部門による審査・認可が必要」とされていたのに対し、改正証券法では、これを「国务院証券監督管理機関または国务院が授権する部門への登録制」に変更し、登録制の具体的範囲・実施手順は国务院が定めることとされた。

## 2. 株式新規公開発行登録管理弁法上の手続き

### 1) 発行体の資格（各ボード共通）

2023年2月17日より施行された株式新規公開発行登録管理弁法<sup>3</sup>及び関連規則において、発行登録手続きがどのように設定されているのかを見ていく。

第一に、発行体の資格について、前述の2019年の改正証券法では、従来、発行体の発行条件で定めてきた財務及び会計面での具体的な数値基準を明記せず、発行登録制度の中で制定する細則の中で決めていく余地を残している。

同時に改正証券法では、メインボード、新興市場ともに、発行体に共通して求められる資格として、①健全かつ良好に運営されている組織機構を備えている、②継続的に利益を獲得できる能力を備えている、③直近3年間の財務諸表の監査報告に無限定適正意見が付与されている、④発行体及び支配株主、実質支配株主について、直近3年間に、汚職、賄賂、財産侵害、財産流用、社会主義市場経済秩序を破壊する刑事犯罪が存在しない、等の条件を設定している。また、設立後、経営期間が3年以上経過している点も共通である。

### 2) 発行体の法人形態

第二に、発行体の法人形態については、①中国本土で設立・登録された企業（国内企業）か、香港等中国本土以外で上場しているレッドチップ企業（発行体としての登録地が海外であるものの主要な経営活動が中国国内にある企業）か否か、②議決権を制限する種類株式を発行している企業か否か、が想定されている<sup>4</sup>。

また、レッドチップ企業のうち、中国本土で上場する場合、①新規株式公開のケースと、②中国預託証券（CDR）を発行するケース、とが想定されている。

法人形態に応じて、メインボード、新興市場ともに、株式発行時の財務及び会計面での条件が異なっているものの、従来、科创板にのみ認められてきた種類株式発行の企業が、株式発行登録制度の全面展開を機に、メインボードや創業板でも初めて認められることとなった。

### 3) 発行市場の特徴づけ

株式発行登録制度は、これまで新興市場で実験されてきた経緯を踏まえ、同制度の全面展開に当たり、上記管理弁法3条で、証券取引所のボードごとに発行企業の属性が以下のように想定された。メインボードは大型の優良株、科创板はゼロベースからイノベーションを起こしていく新興企業、創業板は科学技術面等で伝統産業のモデル

<sup>3</sup> 中国証券監督管理委員会「【第205号令】《首次公开发行股票注册管理办法》」2023年2月17日。  
<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101953/c7121923/content.shtml>>

<sup>4</sup> 中国証券監督管理委員会「【全面注册制 改革向未来】主板、科创板、创业板股票发行上市条件（二）」2023年4月20日。  
<<http://www.csrc.gov.cn/jiangxi/c105770/c7403591/content.shtml>>

チェンジを進めていく企業、といった分類を証監会は想定し、各ボードの特徴や違いを出そうとしているように見える。

### (1) メインボード（上海、深圳）

上海・深圳のメインボードは、「大型の優良株という特色を際立たせる。すなわち、業務モデルが成熟し、経營業績が安定し、規模が比較的大きく、当該業界を代表する優良企業による株式発行を重点的に支援する」市場と位置付けられた。

登録制度導入前と比べ、財務及び会計面の条件は、証券法や証監会が定める管理弁法レベルではなく、証券取引所が定める規則レベルで制定されることになった。メインボードでの新規株式公開時の条件としては、①発行後の株主資本が 5,000 万元を下回らないこと、②公開発行後の株式が、株式総数の 25%以上であること、とされた<sup>5</sup>。

また、財務及び会計面で、国内企業（種類株式無し）がメインボードで上場を申請する場合、予想時価総額も含め三つの種類が設定され、いずれかを満たすものとされた。発行条件のうち、一番目の純利益・ネットキャッシュフローに関わる類型では、登録制度導入前に比べ、以下の通り条件が引き上げられた（図表 2）。第一に、導入前は「直近 3 年間の純利益が黒字で、累計で 3,000 万元を超えていること」とされていたのに対し、導入後は「直近 3 年間の純利益が黒字で、累計で 1 億 5,000 万元を超えており、直近 1 年の純利益が 6,000 万元を超えていること」に引き上げられた。第二に、導入前は「直近 3 年間のキャッシュフローの累計が 5,000 万元を超えていること、または、直近 3 年の累計営業収入が 3 億元を超えていること」とされていたのに対し、導入後は「直近 3 年間のネットキャッシュフローの累計が 1 億元を超えていること、または、累計営業収入が 10 億元を超えていること」に引き上げられた。

メインボードでの他の発行条件のうち、二番目は予想時価総額では、50 億元以上のケースと、三番目は 80 億元以上のケースとが想定された。

### (2) 科創板（上海）

科創板（上海）は、「科学技術面で世界の先頭に立ち、経済面でも主戦場にあり、国家の重要な需要にも応えていく市場である。国家の戦略に符合し、鍵となる核心技术を有し、科学技術のイノベーション能力が突出し、主に核心技术に従った生産経営が展開され、安定的なビジネスモデルを有し、市場からの認知度合いも高く、社会からのイメージも良く、比較的高い成長性を備えた企業による株式発行を優先的に支援する」市場と位置付けられた。

財務及び会計面では、国内企業（種類株式無し）が上場を申請する場合、実験段階での条件が株式発行登録制度の全面展開後も継続している（図表 2）。

<sup>5</sup> 株主資本が 4 億元を越える場合、公開発行の株式が、株式総数の 10%以上であることが必要。

図表 2 中国・上場条件（財務及び会計面）の比較

	メインボード (発行登録制度導入後)	メインボード (発行登録制度導入前)	科创板(株式発行登録 制度導入前と同様)	創業板(株式発行登録 制度導入後)	創業板(株式発行登録 制度導入前)
法的根拠	株式新規公開発行登録管理 弁法(2023年)ほか	株式新規公開発行・上場管理 弁法(2018年修正版)	株式新規公開発行登録管理 弁法(2023年)ほか	株式新規公開発行登録管理 弁法(2023年)ほか	株式新規公開発行・創業板上 場管理弁法
新規株式 公開発行時	発行後の株主資本が5,000万 元を下回らないこと。	発行前の資本金が3,000万円 を下回らないこと(26条3項)。	発行後の株主資本が3,000万 元を下回らないこと。	発行後の株主資本が3,000万 元を下回らないこと。	発行後の資本金が3,000万円 を下回らないこと(11条4項)。
財務及び 会計	(国内企業で、種類株式を発 行しない場合) (1)直近3年間の純利益が黒 字で、累計で1億5,000万円を 超えており、直近1年の純利 益が6,000万円を超えていて いること。直近3年間のネット キャッシュフローの累計が1億 円を超えていること。または、累 計営業収入が10億円を超えて いること。 (2)予想時価総額50億元以 上:①直近1年間の純利益が 黒字、②直近1年間の営業収 入が6億元以上、③直近3年 間のネットキャッシュフローの 累計が1億5,000万円以上。 (3)予想時価総額80億元以 上:①直近1年間の純利益が 黒字、②直近1年間の営業収 入が8億元以上。	・直近3年間の純利益が黒字 で、累計で3,000万円を超えて いること、純利益には非経常 損益の控除前と後を比較して 小さい方を採用する(26条1 項)。 ・直近3年間のキャッシュフ ローの累計が5,000万円を超 えていること、または、直近3 年の累計営業収入が3億元を 超えていること(26条2項)。 ・直前期末の無形資産(除く土 地使用権、養殖権、探掘権な ど)が純資産の20%を超えな いこと(26条4項)。 ・直前期末に補填されていな い損失が無いこと(26条5 項)。	(国内企業で、種類株式を発 行しない場合) (1)予想時価総額10億元以 上:①直近2年間の純利益が プラスで、5,000万円以上、ま たは②直近1年間の純利益が プラスで、営業収入が1億元 以上。 (2)予想時価総額15億元以 上:直近1年間の営業収入が2 億元以上、直近3年間の累計 研究開発費が同累計営業収 入に占める割合が15%以上。 (3)予想時価総額20億元以 上:直近1年間の営業収入が3 億元以上、直近3年間の経営 活動から生まれる累計ネット キャッシュフローが1億元以 上。 (4)予想時価総額30億元以 上:直近1年間の営業収入が3 億元以上。 (5)予想時価総額40億元以 上:主要業務または製品が国 の関連部門からの批准を受 け、市場の空間が大きく、現 在既に段階的な成果を得てい ること。医薬品業界の場合、 少なくとも一つの核心的な製 品についてフェーズ2臨床試 験の実施が承認済みの必要 があること。その他の企業の 場合は明確な技術上の優位 性と関連条件を満たしている こと。	(国内企業で、種類株式を発 行しない場合) (1)直近2年間の純利益がプ ラスで、累計純利益が5,000万 円以上。 (2)予想時価総額10億元以 上:直近1年間の純利益がプ ラスで、営業収入が1億元以 上。 (3)予想時価総額50億元以 上:直近1年間の営業収入が3 億元以上。	・直近2年連続で黒字であり、 直近2年間の累計純資産が 1,000万円を下回らない(11条 2項)。または、直近1年間に 黒字で、直近1年間の営業収 入が5,000万円を下回らない。 純利益には非経常損益の控 除前と後を比較して小さい方 を採用する(11条2項)。 ・直前期末の純資産が2,000 万円を下回らず、補填されて いない欠損が存在しないこと (11条3項)。
上場 審査方法	発行登録制度 (2023年2月17日より)	審査・認可制度	発行登録制度	発行登録制度	発行登録制度 (2020年)

(出所) 中国証券監督管理委員会、各証券取引所より野村資本市場研究所作成

### (3) 創業板(深圳)

創業板(深圳)は、「イノベーション駆動型発展戦略を深く実行し、その発展がイノベーション、創造、創意に更に依拠するという大きな流れに適合し、主に成長型のイノベーション創業企業で、伝統産業と新技術・新産業・新業態・新モデルと深く融合している企業による株式発行を支援する」市場と位置付けられた。

財務及び会計面で、国内企業(種類株式無し)が創業板上場を申請する場合、予想時価総額も含め三つの種類が設定され、いずれかを満たすものとされた。発行条件のうち、一番目の純利益・営業収入に関わる類型では、登録制度導入前は「直近2年連続で黒字であり、直近2年間の累計純資産が1,000万円を下回らない」または「直近1年間に黒字で、直近1年間の営業収入が5,000万円を下回らない」とされていたのに対し、導入後は「直近2年間の純利益がプラスで、累計純利益が5,000万円以上」に一本化された(図表2)。

創業板での他の発行条件のうち、二番目は予想時価総額では、10 億元以上のケースと、三番目は 50 億元以上のケースとが想定された。

#### 4) 発行体のガバナンス面の資格

発行体のガバナンス面の資格のうち、実質的支配者の変更については、メインボードの場合、直近 3 年間に変更がない点は改正証券法の前と同じであるが、新興市場については、これまでの条件を継続し、直近 2 年間に変更がないこととしている。

また、事業内容については、メインボードの場合、「主要事業、支配権、管理チームが安定しており、メインボードに新規公開発行株式を上場する場合、直近 3 年間に主要事業、取締役、高級管理職に重大な不利益をもたらす変化がない」としている一方、新興市場では、「新規公開発行株式を上場する場合、直近 2 年間に主要事業、取締役、高級管理職に重大な不利益をもたらす変化がない」としている。

他に、科创板に新規公開発行株式を上場する場合、「中核となる技術者が安定しており、直近 2 年間に重大な不利益をもたらす変化がない」としている。

#### 5) 登録手続き

株式発行登録手続きは、上記管理弁法に加え、各証券取引所が公布・施行している審査規則と併せて見ていく必要がある。

上海証券取引所の場合、2023 年 2 月 17 日の発行登録制度の全面展開に併せて、「上海証券取引所株式発行上場審査規則」等を公布している（即日施行）<sup>6</sup>。同規則によれば、上海証券取引所は、上場申請書類を受領後、5 営業日以内に同書類に対する確認を行い、受理するか否かの決定を行い、発行体及びスポンサーに告知し、同取引所のウェブサイトでも公開する。申請書類が証監会及び同取引所の定める条件を満たさない場合、発行体は補正を行わなければならない。補正期間は 30 営業日を越えてはならず、もし 30 営業日以内に補正を行うことができない場合は、延長手続きを採ることができる。

もし、上海証券取引所が申請書類を受理した場合、受理日から 20 営業日以内に、取引所はスポンサーを通じて発行体に第 1 回目の質問を行う。上海証券取引所内に設けられた上場審査委員会は、審査上、疑義があれば審査期間を延期することができるが、延期期間は 2 ヶ月間を越えてはならない。

証監会は、上海証券取引所から登録申請書類を受領した後、発行体が国の産業政策やボード上の位置づけに合致しているかどうかを確認する。同時に、証監会は、登録申請書類を受領した後、20 営業日以内に登録を認めるか否かの決定を行う。登録された場合、その有効期間は登録決定日から 1 年間となる。

科创板の場合、申請書類の受付から登録まで、順調にいけば最短で 4 ヶ月強で手続

<sup>6</sup> 中国証券監督管理委員会「全面实行股票发行注册制制度规则发布实施」2023 年 2 月 17 日。  
<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7123213/content.shtml>>

きが済む流れとなっているが、全面展開後の株式発行登録制度の下では、申請書類の証券取引所による受理日から数えて証監会による登録まで3ヵ月を越えてはならないという審査期間上の縛りがあることが特徴である。

### Ⅲ これまでの株式発行審査制度の変遷

#### 1. 政府による発行管理制度

##### 1) 審査・批准制（1990～1999年）

中国の株式発行審査は、証券取引所の設立以来、政府による管理、すなわち発行枠の配分や企業への割当が、いくつかの段階に分かれて行われてきた（図表3）。関連

図表3 中国・株式発行審査制度の推移

審査形態	年	月	出来事
審査・批准制 (1990～1999年)	1990年	12月	深圳証券取引所開業(12月1日)
			上海証券取引所開業(12月19日)
	1992年	10月	国務院証券委員会及び中国証券監督管理委員会を創設
	1993年	4月	国務院、「株式発行・取引管理暫行条例」を公布
	1998年	9月	国務院証券委員会と中国証券監督管理委員会を合併させ、「中国証券監督管理委員会」(証監会)に証券行政を一元化
12月		全国人民代表大会(全人代)常務委員会、「証券法」可決(1999年7月1日施行)	
審査・認可制 (2000～2022年)	2000年	3月	証監会、「株式発行審査・認可手引き」を公布
		9月	証監会、「中国証券監督管理委員会・株式発行審査委員会条例」を公布
	2001年	3月	中国証券業協会、「証券会社の推薦による発行申請関連業務案に関する通知」を公布(推薦制度、～2004年)
	2003年	12月	証監会、「証券発行上場保証推薦制度暫行弁法」を公布(2004年2月1日施行)、保証推薦人(スポンサー)制度の発足
	2004年	6月	深圳証券取引所に中小企業ボード開設
	2006年	1月	北京市中関村で新三板(店頭市場)始動
	2009年	10月	深圳証券取引所に創業板(新興市場)開設
	2013年	11月	中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議で採択された改革プランで、株式発行登録制度への移行の方向性を確認
登録制度改革 の実験期間 (2016年～)	2015年	12月	全人代常務委員会、証券法の改正を待たずに、株式発行登録制度改革の先行実施権限を国務院に付与(2016年3月～2018年2月までの2年間)
	2016年	—	第13次5ヵ年計画(2016年～2020年)の金融制度改革の中で、株式発行登録制度改革の推進を明記
		2月	全人代常務委員会、株式発行登録制度改革の先行実施権限の国務院への付与期間を延長(2018年3月～2020年2月までの2年間)
	2019年	7月	上海証券取引所で新興市場としての科学技術創業板(科创板)の上場始動(株式発行登録制度の実験)
		12月	全人代常務委員会、株式発行登録制度を前提とした証券法改正(2020年3月1日施行)
	2020年	8月	深圳証券取引所の創業板で株式発行登録制度実験に基づく上場始動
	2021年	—	第14次5ヵ年計画(2021年～2025年)の直接金融の割合の引き上げの中で、株式発行登録制度を全面的に実行すると明記
4月		深圳証券取引所の中小企業ボード、メインボードに統合	
11月		新三板を改組した北京証券取引所で上場始動(株式発行登録制度の実験)	
全面的登録制 (2023年～)	2023年	2月	全てのボードで株式発行登録制度を展開(2月17日)
		4月	株式発行登録制度導入後、第一陣となる10社が上海・深圳証券取引所のメインボードで上場

(出所) 中国証券監督管理委員会、各種資料より野村資本市場研究所作成

報道<sup>7</sup>及び関連文献<sup>8</sup>を基に整理すると、以下の通りとなる。

中国では、1990年12月1日に深圳証券取引所が開業し、同年12月19日に上海証券取引所が開業しているが、開業当初は株式発行の審査権限を政府のどの部門が有するかが不明確であった。その後、1992年10月に国務院の下に証券委員会（当時）とその執行機関として証監会が設立され、中国政府内で統一的な株式発行審査・批准制度が構築された。1993年4月には、国務院が「株式発行・取引管理暫行条例」を公布した。

前述の「批准」とは、下級部門の意見、提案、請求に対し、上級部門が同意を示す、という意味で使われる用語である。株式発行の審査・批准制度は、1990年代において二つの段階に分けて行われてきた。

一番目が、1990～1995年の発行割当管理の段階である。すなわち、中央政府から発行割当額が省政府や国の産業部門に下達され、割当額の範囲内で株式発行企業が省政府や産業部門から推薦され、証監会が推薦企業の株式発行審査を統一的去った。

二番目が、1996～1999年の発行指標管理の段階である。1996年8月、「1996年の全国証券先物業務アレンジに関する意見」が公布され、新株の発行は「総量を規制し、同時に申請件数も制限する」管理方法に改められた。同管理方法の下では、国家発展計画委員会（当時）と証券委員会が、毎年、公開発行する株式の総量を設定し、証監会が同総量の範囲内で、市場の動向に基づき、各地域及び各部門に発行企業数を下達し、発行審査を行った。

こうした審査・批准制は、資本市場に計画経済の色彩を持ち込むものであり、発行企業の選定が行政によって歪められたり、発行規模が小さい企業は流通市場で相場操縦の対象になることもあった。他に、経済活動とは全く関係ない部門が発行枠を獲得し、発行枠の売買を行うといった現象も見られた。

このため、1998年12月29日、第9期全人代常務委員会において可決・成立し、1999年7月1日から施行された「証券法」では、行政による企業推薦は廃止され、国による発行割当の設定も無くなった。1998年9月には国務院証券委員会と証監会が合併し、証監会として一本化された。

## 2) 審査・認可制（2000～2022年）

### （1）証券法を踏まえた発行制度整備

前述の証券法施行後、証監会は、発行制度の整備を進めた。2000年3月16日、証監会は「株式発行審査・認可手引き」を公布した。これは、最初に施行した証券法11条で「株式の公開発行は、会社法が規定する条件を参照しなければならず、国務院証券監督管理機関への報告を経て、審査・認可する」という内容に対応したものである。

<sup>7</sup> 智信研究院「中国股票发行制度演变：从审批制到注册制」2020年1月6日。

<<http://www.capwhale.com/newsfile/details/20200106/f76eff9343b1486fa614b4a756d4ac46.shtml>>

<sup>8</sup> 野村資本市場研究所編著『中国証券市場大全』日本経済新聞出版社、2007年12月発行。

同年9月、証監会は「中国証券監督管理委員会・株式発行審査委員会条例」を公布し、証監会内に株式発行審査委員会を設置した。2001年3月より株式発行に関する審査・認可制度が始動し、批准・審査制の下での行政上の権限が緩和され、発行審査過程の透明性も高められるようになった。

## (2) 推薦制度 (2001～2004年)

同じ証監会による審査・認可制度の下でも、2001～2004年までは、引受証券会社による推薦制度（中国語で「通道制」）が行われた。2001年3月、中国証券業協会は「証券会社の推薦による発行申請関連業務案に関する通知」を公布し、「証券会社が自ら発行企業を推薦し、同時に申請件数に上限を設ける」方法が採用された。引受主幹事資格を有する証券会社が持つ推薦枠は、最高8社、最低2社で、推薦企業一社を承認後に、次に一社申請することができるやり方である。

推薦制度は、2005年1月に廃止されるまでに、証券会社83社が、318件を推薦したとされる。

## (3) 保証推薦人制度 (2003年～現在)

前述の推薦制度は、証券会社への引受件数の配分制度とも言えるが、枠の割り当てに際して、証券会社が過去に引き受けた企業の上場後の状況や、引受枠の消化状況を考慮することによって、証券会社の引受業務に一定の規律をもたらすことが期待されていた。

ところが、実際には、引受件数が年間最大8件に限定されたことによって、大手証券会社による大型案件の獲得競争や、実績が少なく配分が少ない証券会社においては枠の消化を重視した引受競争が発生し、結果として証券会社の引受業務にあまり改善の傾向が見られなかった。

このため、2003年12月の株式発行審査委員会の改革（委員の削減、証券会社以外の委員の増加、任期の短縮化）と併せて、推薦制度が廃止され、新たに保証推薦人（スポンサー）制度が導入された。同年12月28日、証監会は「証券発行上場保証推薦制度暫行弁法」を公布し、2004年2月1日に施行した。

同制度の下で、保証推薦人は、企業の発行業務に対して推薦と指導を行い、企業の作成資料に対する真実性、正確性、完全性を保証する。同時に、保証推薦人は、発行体が厳格な情報開示制度を構築することを支援する。また、保証推薦人は、株式発行後も、一定期間、ガバナンスの整備や上場規定の順守、目論見書に記載された承諾事項の実行等で発行体を監督・指導する責任があり、仮に発行体の情報開示等に問題があった場合、保証推薦人に対しても、発行体と連帯して相応の責任が追及される。

## 2. 発行登録制度導入までの歩み

### 1) 政治面での後押し

株式発行登録制度は、資本市場を通じた金融仲介機能を高めるため、また、新興企業が資金調達しやすい環境を作り、イノベーション主導による経済発展モデルを構築するため、政治主導で優先度の高い政策課題に挙げられてきた。

2012年11月の中国共産党第18回党大会での習近平指導部発足後に開催された2013年11月の中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議において採択された改革プランでは、資源配分において市場が決定的な役割を発揮することを目的として、株式市場では、2000年に導入された証監会による発行審査・認可制度から発行登録制度への移行の方向性を確認していた。続いて、2016年から2020年までの第13次5ヵ年計画においても、金融制度改革の中で、株式発行登録制度改革の推進を明記している。同改革の実施には、証券法の改正が必要ではあるが、全人代による年間の立法計画や法改正計画には対象法令の割り当てがあり、かつ審議には時間がかかるため、2015年12月、全人代常務委員会は、2016年3月から2018年2月までの2年間、同改革の先行実施権限を国務院に付与してきた。

続いて、2017年10月の中国共産党第19回党大会の政治報告では、社会主義市場経済体制の充実化を急ぐ観点から、①金融制度改革の深化、②直接金融の割合の引き上げ、③多様な資本市場の健全な発展の促進を進める方針が盛り込まれている。2021年から2025年までの第14次5ヵ年計画でも、直接金融の比率拡大に向けた措置について、株式市場関連では以下の通り三点が盛り込まれている。第一に、資本市場の基礎制度を整備し、多様な資本市場体系を構築し、機関投資家を大いに発展させ、直接金融、特にエクイティファイナンスの比率を高める。第二に、株式発行登録制度を全面的に実行し、常態化された上場廃止制度を整備し、上場会社の質を高める。第三に、新三板（店頭市場）改革を進める。

### 2) 証券法の改正

株式発行登録制度改革の国務院への先行実施権限の付与期間は、2018年3月から2020年2月までの2年間、更に延長された。この間、前述の通り、2019年7月22日に上海証券取引所の新興市場である科創板で、株式発行登録制度改革の実験が始まった。また、科創板での実験と並行して、株式発行制度を規定する証券法の改正が進められ、2019年12月28日、改正証券法が公布され、2020年3月1日から施行された。

証券法の直前の改正は2014年で、2019年の改正前は、証券を公開発行するためには「国務院証券監督管理機関または国務院が授権する部門による審査・認可が必要」とされていたのに対し、改正証券法では、これを「国務院証券監督管理機関または国務院が授権する部門への登録制」に変更し、登録制の具体的範囲・実施手順は国務院が定めることとされた。

改正証券法施行後の2022年10月の中国共産党第20回党大会の政治報告で、第4章の「新たな発展の形の構築を加速し、質の高い発展の推進に力を入れる」の中で、資本市場の機能を整え、直接金融の割合を高める方針を示している。同方針とこれまでの新興市場での実験結果を踏まえ、翌2023年2月、証監会は、株式発行登録制度を全面的に実行するための主要制度規則案のパブリックコメントを募集し、2月17日から施行した。株式発行登録制度の実現は、政治面の後押しから約9年4ヵ月をかけて実現した。

## IV 今後の展望

### 1. 第1陣・上場10社に対する市場の見方

第1陣で10社が上場した直後の現地証券紙は、株式発行登録制度導入の意義を以下の通り伝えている<sup>9</sup>。

第一に、これまで株式市場には、IPO価格の上限を1株利益（EPS）の23倍とする暗黙のルールがあったものの、これが撤廃され、発行後の売買価格が柔軟化されたとしている。発行登録制度の下では、最初の5営業日は値幅制限を設けないものの、6営業日以降は上下10%の値幅制限を設ける仕組みとなっている。

第二に、新株発行が常態化されることで、新株の希少性に伴う投機的な動きが今後は抑制されていくことが期待されるとしている。現地証券紙は、発行登録制度導入後の2023年通年の新規エクイティファイナンスを430～510銘柄、募集金額を6,200～6,990億元とする見方を伝えている。

第三に、同時に、新株発行が常態化されることで、グロース投資でもバリュー投資でも、投資家による対象銘柄への見方が変わり、機関投資家による中長期の投資資金が市場に入ってくるのが期待されるとしている。2021年末時点の上海証券取引所の投資家構成（株式保有比率）を見ると、個人投資家が24.5%、一般法人（産業資本としての属性を有する法人）が53.1%、機関投資家（公募ファンド等）が19.1%、外国人投資家としての上海・香港ストックコネクト（ノースバウンド）が3.3%となっている。機関投資家による参加比率の拡大に向けた流れを形成できるかどうか、制度改革の成否の鍵を握っていると言えよう。

また、上場企業は、国の産業政策に沿っているかどうかを証監会が最終的に登録時に判断することになっているが、店舗をチェーン展開する飲食企業や、テック系企業でも当局がソフトテックとみなした企業の上場は、これまで暗黙のうちに上場申請が難しいとされてきた。今後、株式市場にアクセスできる業種の制限が続くかどうか注視されよう。

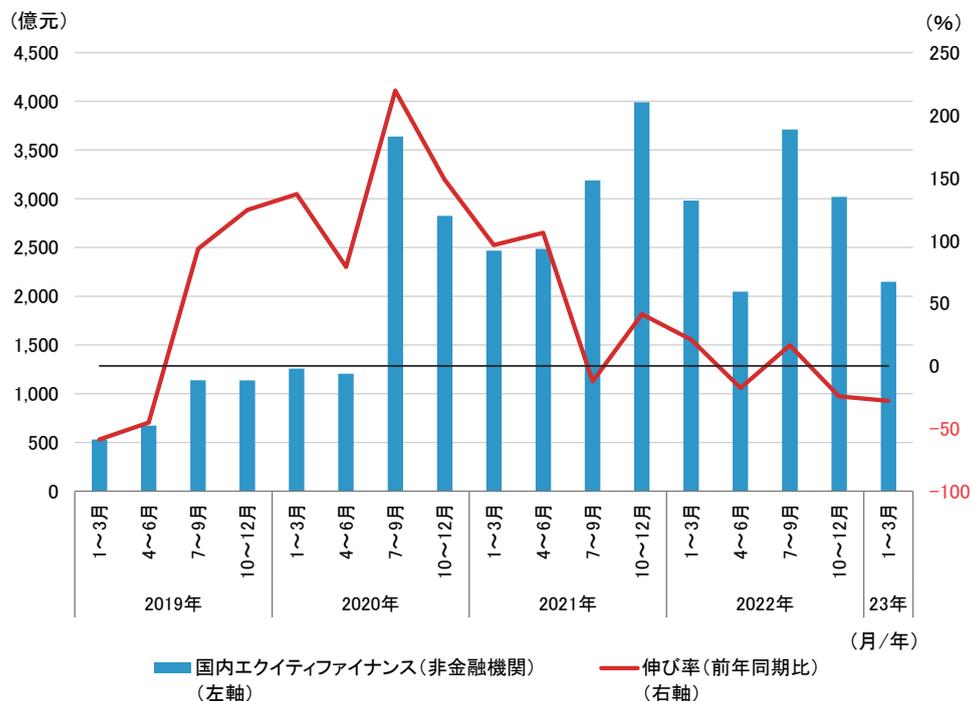
<sup>9</sup> 「全面注册制新股运行平稳 常态化发行成定势」『証券時報』2023年4月14日。  
<[http://www.stcn.com/article/detail/840853.html?\\_sm\\_au\\_=iVVrQFS6Wt0V4V4PKQTTNKHNNc7B3](http://www.stcn.com/article/detail/840853.html?_sm_au_=iVVrQFS6Wt0V4V4PKQTTNKHNNc7B3)>

## 2. 短期的には市場対策としての側面も

株式発行登録制度の全面的実行は、通年にわたってゼロコロナ政策が徹底された 2022 年において、事業会社の資本市場を通じた資金調達の支援策としても、喫緊の課題となっていた。同年 3 月前半の中国本土市場・香港市場の株価急落を受け、同年 3 月 16 日、国務院金融安定発展委員会・劉鶴主任（金融担当副総理）は、「新型コロナウイルス感染症対策と経済社会の発展を統一的に計画し、経済運営を合理的な範囲で保ち、資本市場の安定的運営を維持する」とした声明を発信した。同声明に基づき、証監会は、同年の国務院による政府活動報告に明記された株式発行登録制度改革の全面実行を着実に推進するとの声明を出している<sup>10</sup>。

中国人民銀行の社会融資規模統計に基づき、2022 年のうち、上海市や北京市などでゼロコロナ政策が徹底された第 2 四半期（4～6 月）の非金融機関（事業会社）による国内エクイティファイナンスを見ると、2,047 億元で、前年同期比で 17.7% 減となった（図表 4）。続いて、同年第 3 四半期（7～9 月）は 3,710 億元で、同 16.4% 増に回復したものの、北京市などで再びゼロコロナ政策が徹底された同年第 4 四半期（10～12 月）は 3,019 億元で、

図表 4 国内エクイティファイナンス（非金融機関）の動向



(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> 中国証券監督管理委員会「证监会坚决贯彻国务院金融委专题会议精神 全力维护资本市场平稳运行」2022年3月16日。

<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c2095938/content.shtml>>

同 24.4%減となっている。中国のゼロコロナ政策は、2022年12月7日より大きく転換されたものの、2023年第1四半期の同エクイティファイナンスは2,149億元、前年同期比で27.9%減となっている。

2023年4月からのメインボードでの株式発行登録制度の全面展開後、上海・深圳証券取引所のIPO申請企業による証券取引所での審査受付から証監会での登録完了までの平均日数が大幅に短縮しているとの報道もある。登録制度全面展開後の機動的なエクイティファイナンスの実現は、中国の経済再開（リオープン）を進めるための市場対策としての側面も有している。

### 3. 結びにかえて

証監会は、株式発行登録制度の導入を、前述の通り、市場メカニズムと法治機能を強化し、市場と政府との関係を調整するものと位置付けている。このため、発行市場の規制緩和の一方、上場会社に対する監督体制の見直しも、登録制度の全面展開前から進められてきた。

具体的には、2020年11月3日、党主導の改革プラン意思決定機関である中国共産党中央全面深化改革委員会は、「上場会社上場廃止制度の整備に向けた実施案」及び「証券分野の違法業務の取締り強化に関する意見」を承認している。並行して、国務院は、同年10月9日、「上場会社の質を更に高めるための意見」を公布し、上場会社のガバナンスや内部コントロール強化に向けて、証監会は「上場会社監督管理条例」を制定する方針を示している。上場会社に対する新たな監督体制についても、今後の整備動向が注目される。