

中国株式市場における株式公開時の価格付けの問題¹

一橋大学 国際・公共政策大学院

公共経済プログラム 2年

胡 騰 HU TENG

¹ 本稿は、一橋大学国際・公共政策大学院公共経済プログラムにおけるコンサルティング・プロジェクトの最終報告書として、受入機関である株式会社大和総研に提出するものです。本稿の内容は、全て筆者個人の見解であり、受入機関の見解を示すものではありません。株式会社大和総研におきましては、齋藤尚登氏に、資料収集や報告書作成に関して貴重なアドバイスを数多く頂きました。心より感謝致します。

目次

はじめに	3
1 中国の株式市場	3
1.1 市場構造	3
1.2 中国の NASDAQ 創業板市場	6
1.2.1 創業板市場設立の経緯と意義	6
1.2.2 創業板市場の概況と特徴	7
2 新規公開価格の決定方式	10
2.1 新規公開価格の決定方式の概況	10
2.2 中国株式市場における新規公開価格の決定方式	12
3 上場発行制度	14
3.1 上場発行制度の概述	14
3.2 中国株式市場における上場発行制度（審査・認可制）	15
4 創業板市場での新規公開における「三高」問題についての分析	18
4.1 「三高」問題の現状	18
4.2 「三高」問題の原因	20
4.2.1 根本：非市場化	20
4.2.2 外部環境	21
5 提言	22
終わりに	23
参考資料	42

はじめに

2009年10月30日、中国のベンチャー株式市場である創業板が正式に開設され、現在まで3年余りが経過した。この3年間の実績を客観的に見ると、多くの問題点が山積している。特に大きな問題だと思われるのは、後述する「三高」問題のうち、上場企業の実力よりも高い価格付けが行われているという問題である。そこでこの問題に関して、どのようなものがあるか、高い価格付けがどうして行われたのか、これまでどのような分析や議論が行われていたのかについて、調査することにした。多くの問題点は創業板固有というより、中国の株式市場の制度にあると思われる。これらの問題点をなおざりにすれば、創業板の健全な発展を阻害することになる。そのような問題意識のもと、本稿では、新規公開（IPO）時の価格付けに関して、他の国においてどのようなルールや規制が存在しているのかを調査する、中国の株式市場が長期的な視点で健全な市場になるために、必要な改革の在り方などについても検討する。

1 中国の株式市場

1.1 市場構造

まず、中国株が取引されている株式市場について概観する。中国における証券取引所は、1990年12月に上海で初めて開設されたのに続き、1991年7月に深センにも開設された。1997年に香港が中国に回帰して以降、中国には上海・深セン・香港の3つの証券取引市場がある。なお、上海と深センの市場は「本土市場」とも呼ばれている。

現在の中国においては、上海・深セン市場で上場・取引されるA株およびB株と、香港市場で上場・取引されるH株などがある²。A株は中国国内投資家限定の市場で、取引通貨は人民元である。現在、徐々に外資にも開放され

²中国の株式市場には、中国特有の制度として、非流通株・流通株の区分がある。中国企業の株式は、上海、深セン、香港のいずれかの証券取引所で取引される株式（流通株）と、政府の規制によりそれらの証券取引所で取引することができない株式（非流通株）に分けられている。本稿の分析対象となる株式は、流通株のみとする。

つつあるが、保護・育成段階にある中国のメインボードである。の外貨欠乏と外貨規制を背景に、1991 年末から人民元特種株式（B 株）が試験的に推進された。1998 年末までの B 株の募集金額は 616 億元で、企業の生産資金の欠乏問題を一定程度解決した。また、B 株企業は国際慣例の運行を促進し、中国株式市場の会計、法律および取引決算等が改善された。2000 年 10 月に、B 株市場は一時発行停止をした。元々、B 株市場は、取引対象を海外投資家に限定していたが、2001 年から中国国内の個人投資家にも取引が開放されている。

2012 年末現在、中国国内上場会社数は 2494 社（図表 2）である。そのうち、B 株発行企業は 107 社である（2011 年の 108 社より 1 社減った）。A 株と B 株を合計した時価総額は 23.357 元であり、そのうち流通株時価総額は、18.1658 兆元である。2004 年 6 月 25 日に深セン市場の中小企業板、2009 年 10 月 30 日に深セン市場の創業板が設立された現在の中国の株式市場のイメージは以下の表の通りである（図表 1）。

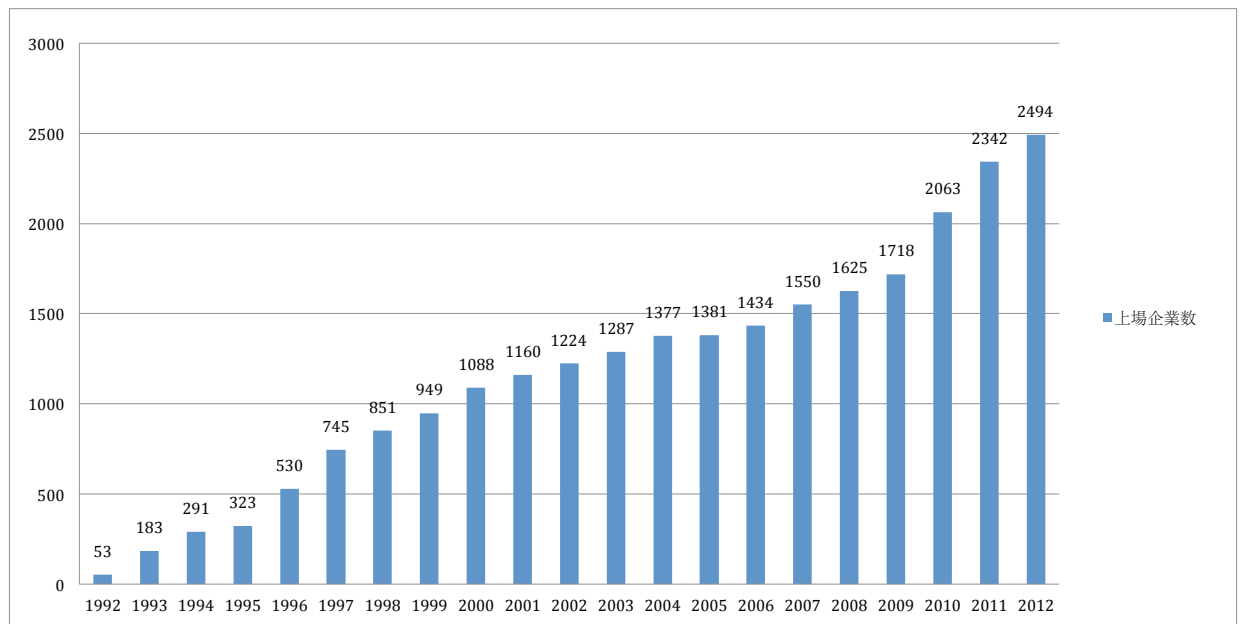
図表 1：中国の株式市場の分類と特徴（2012 年末まで）

中国の株式市場の分類と特徴				
市場	上場数		取引通貨	上場企業の特徴
上海市場 954 社	A 株 944 社	メインボード	人民元	中国人専用。中国本土の企業が上場している。
	B 株 54 社		米ドル	外国人も取引可能。 2001 年 2 月から中国投資家にも開放。
深セン市場 1540 社	A 株 1540 社	メインボード：484 社 中小板：701 社 創業板：355 社	人民元	中国人専用。上海市場よりもやや知名度の落ちる企業が上場している。
	B 株 60 社		香港ドル	外国人も取引可能。中国の代表的な企業などが上場している。上海市場に比べると企業の知名度はやや落ちる。

香港市場 1533 社	H 株 171 社	メインボード	香港ドル	香港市場に上場している中国（本土）企業。大型・国有の優良企業が多い。中国大陸 A 株上場企業が、その会社の株式の一部を H 株として上場。
	レッドチップ株 108 社			国有企業、省・市政府もしくはそれらが設立した企業が 35%以上の株式を保有し、中国本土以外（香港、ケイマン、バミューダ）に登録している中国企業。金融航空、通信などの企業が中心。
	香港株 1076 社			香港市場上場の中国大陸以外の企業。
	GEM 178 社			ベンチャー市場。メインボードより上場基準は緩い。

（出所）上海証券取引所、深セン証券取引所、香港証券取引所の資料より

図表 2 中国国内上場企業数年度変化（1992～2012 年）



（出所）中国証券監督管理委員会 2011 年次報告書、中国証券監督管理委員会 2012 年 12 月証券市場概況統計表より整理

1.2 中国のNASDAQ 創業板市場

1.2.1 創業板市場設立の経緯と意義

1980年代から政府主導の科学技術の発展促進の一環で、ハイテク企業の育成を資金面から支えるものとして、ベンチャーキャピタル（VC）を利用しようという考えがあった。90年代末から2000年には、創業板設立の機運が盛り上がり、1998年12月、中国国家計画委員会より国務院に対して「創業板設立の研究を加速する課題」が提出された。2000年5月、中国国務院は、中国証券監督管理委員会（以下、「証監会」という）による第2級市場を設立することを許可し、第2級市場を「創業板市場」と正式に命名した。2001年頃、ナスダック指数が暴落（2000年2月付けた最高値の39%まで下落）するなど、ITバブル崩壊の影響を受けたこと、さらには国内投資家やVCの成熟度不足もあったことから、創業板は三年間の準備段階を経ていたにも関わらず、暫く止まっていた。2003年に「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」が発表され、その中で「多層的資本市場体系の構築」の方向が初めて打ち出された。2004年には、中小企業がメインボードの中に作られ、多層的な資本市場の構築が動き始めた。メインボード内に作られ、上場基準もメインボードと同じである中小企業板を、やがては上場基準の緩和などを通して一つの新興企業用の市場として独立させる計画もあった。しかし実際には、中小企業板での経験を活かし、新たに創業板を設立するに至った。2009年3月31日、証監会は「株式IPO及び創業板市場上場に関する暫定弁法」を正式発表した（5月1日から実施）。2009年6月、深セン証券取引所は「創業板市場の上場規制」を発表した（7月1日から実施）。これらにより、長らく導入が待たれていた新興企業向け市場が、深セン証券取引所に設立されることになった。

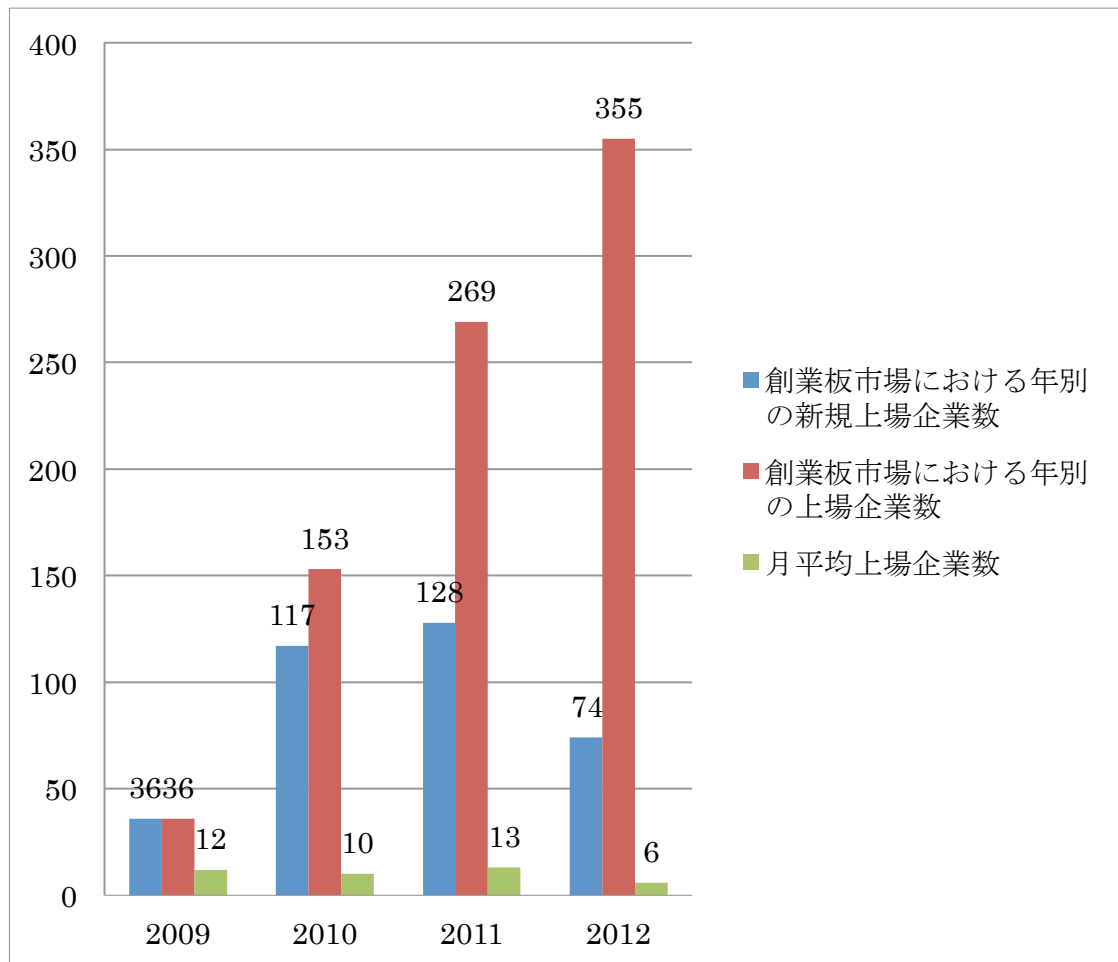
中国の創業板は、諸外国のベンチャー市場と同様に、中小企業やハイテク企業を育成するために、企業の規模に適した資金調達を提供する場としての役割を担っている。また創業板は、中国の多層的な資本市場における重要な存在と位置付けられており、経済構造の戦略的調整の推進や、中国経済の持続的発展と中国独自のイノベーション戦略の実現、科学技術の現実的な生産

転換の促進、高成長が見込まれる中小企業やハイテク企業にとって重要な資金調達場の一つとなっている。

1.2.2 創業板市場の概況と特徴

創業板市場は、2009年10月30日に深セン証券取引所で取引が始まり、同日に28社が上場した。2010年と2011年においては、新規上場企業数が大幅に増加した。2012年末までに355社の新規上場企業が誕生している（図表3）。現在（2012年末のデータより）の創業板の時価総額は、8731.2億元（図表4）である。創業板設立以後の3年間、創業板の指数は、ほとんど深セン総合指数に合わせて推移している（図表5）。

図表3 創業板市場での新規上場企業数の推移



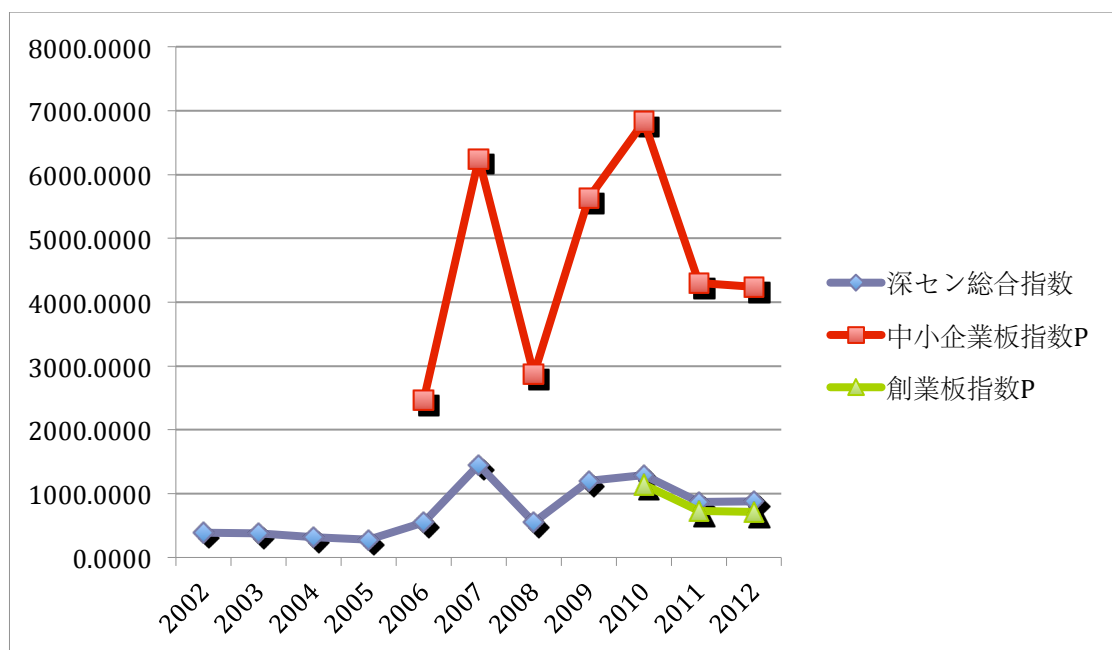
（出所）深セン証券取引所（2009年10月30日の創業板市場開設から2012年12月31日までの期間における年別の新規公開企業数のデータを使用。）

図表4 2012年度創業板市場の概況

指標	数値	年初比	増減 (%)
上場企業数	355	74	26.33
総資本 (億株)	600.89	201.36	50.4
流通資本 (億株)	242.05	99.83	70.2
時価総額 (億元)	8731.2	1297.41	17.45
流通株時価総額 (億元)	3335.29	831.21	33.19
創業板指数 P	713.86	-15.64	-2.14
加重平均株価 (元/株)	14.53	-4.08	-21.92
平均 PER	32.01	-5.61	-14.91

(出所) 深セン証券取引所 (2012.12.31 まで)

図表5 創業板指数 P の推移

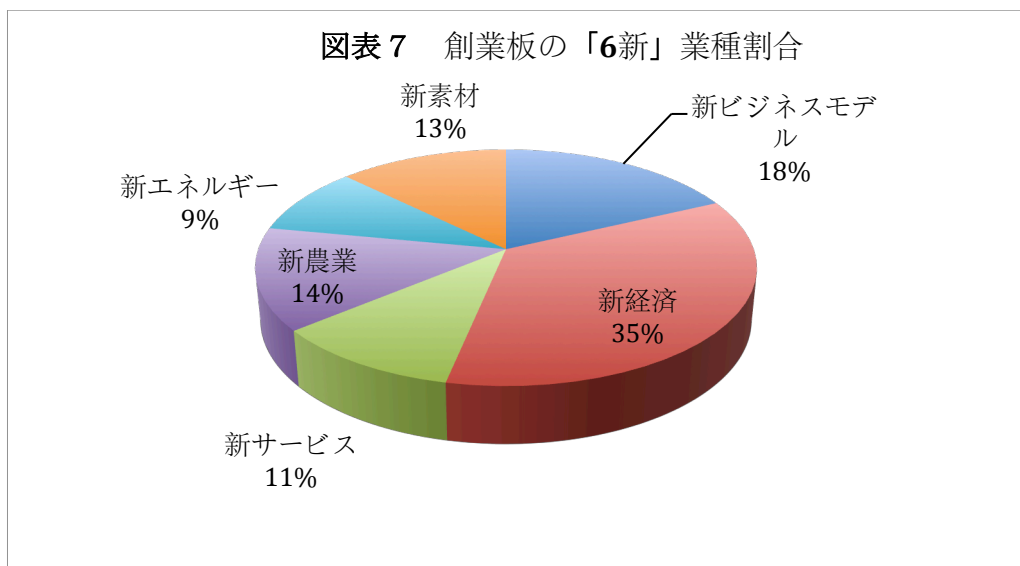


(出所) 深セン証券市場 2011年統計年鑑、深セン証券取引所より

創業板において、中国の新興企業はどのような特徴を持っているのか。証券取引所関係者の説明によると、上場候補企業の特徴は、「2高6新」である。つまり、「高い成長性」と「高い技術力」を持つ企業かつ、「新経済、新サービス、新農業、新エネルギー、新素材、新ビジネスモデル」が優先候補となる。いわゆる「6新」産業の代表業種を図表6に示すが、ポイント

となるのはハイテクと新技術をもつ中小企業で、10年前に議論がスタートした時のコンセプトが維持されている。

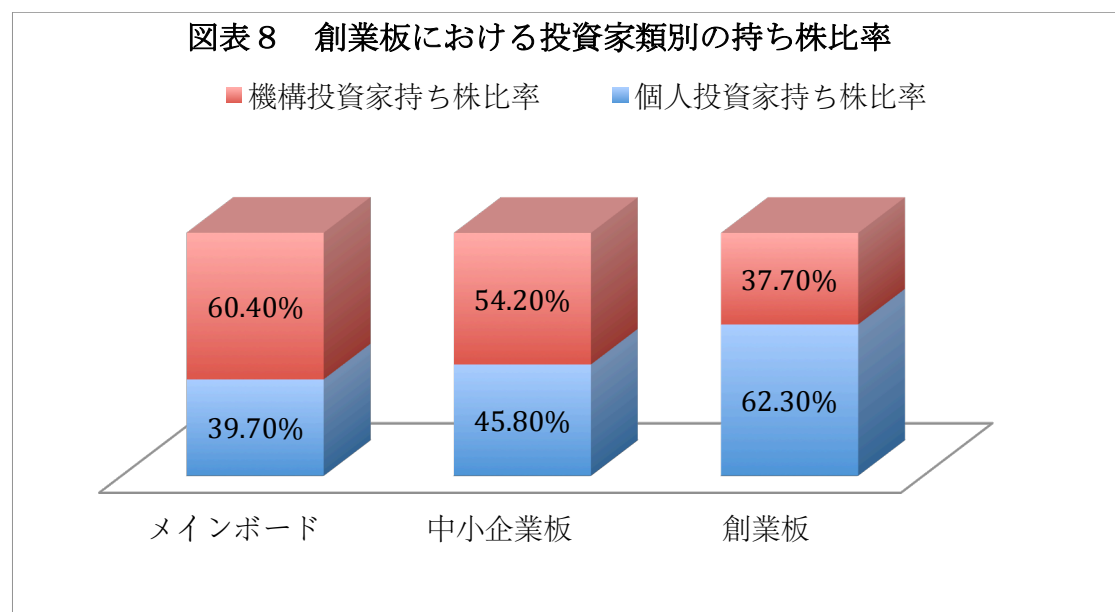
図表6 上場対象企業の「6新」代表業種	
新経済	知識集約型、情報型、情報研究、ソフトウェア、ネットメディア、アニメ、医療コンサルティングなど
新サービス	第三産業の深化、消費、旅行、企画・コンサルティング、SNS など
新農業	健康食品、エコ農業、農業技術、農機、農村金融など
新エネルギー	省エネ、代替エネルギー、新エネルギーの開発と 相関整備など
新素材	電子材料、複合材料、セラミット、ガラス、高分子、 新型金属材料など
新ビジネスモデル	チェーン店、自動車サービス、家庭ホテル、E-ビ ジネスなど



(出所) 民生証券研究所より (2009年)

また、創業板における投資家層の特徴については、個人投資家の割合が非常に高く、機関投資家の割合が低いということがある(図表8)。中国の証

券市場は、設立当初から個人投資家による市場であり、大多数の個人投資家は短期的なキャピタル・ゲインを求め、長期的な投資目標を持っていない。2006年に投資信託に投資する投資家の収益が、株式に直接投資する投資家の収益を上回ったことを受けて、投資信託の規模が急拡大したものの、株式に直接投資している個人投資家の比率は依然として高い。2007年10月末時点で、投資信託、保険、社会保障基金、QFII等4部門の機関投資家の株式と債券保有比率は、それぞれ市場全体の34.14%と28%に留まっている。三つボードの持ち株比率を見ると、2010年末の創業板個人投資家持ち株比率は62.3%、メインボードと中小企業板は39.7%と45.8%であり、創業板の個人投資家の持ち株比率は特に高い。



(出所) 深セン証券取引所 (2010)

2 新規公開価格の決定方式

2.1 新規公開価格の決定方式の概況

新規公開のプロセスは(資料1)のような流れがある。その中において、新規公開価格は、発行市場で決定され最も重要なプロセスなのである。新規公開時の公開価格の決定において採用されている主要な方式は、忽那憲治

(2008) が整理しているように、固定価格方式、入札方式とブックビルディング方式の3つである³。

(1) 固定価格方式

固定価格方式は、現在でもイギリス、シンガポール、フィンランド等で採用されている。この方式においては、投資家から株式購入の申し込みを受ける前の段階で、類似会社の株価を比較する等の方法によって、公開価格を決定する。その後、株式は比例配分もしくは抽選によって投資家に割り当てられる。

(2) 入札方式

入札方式には、基本的に2つのタイプがある。第1のタイプは単一価格決定方式であり、ダッチオークションとも呼ばれ、価格は需要と供給の均衡点として決定される。イスラエルで採用されている方式や、米国のWR Hambrecht社が導入したOpenIPO方式⁴がこの方法にあたる。第2のタイプは複数価格決定方式であり、アメリカオークションと呼ばれる。アメリカオークションで、発行企業や証券会社は価格決定に直接関与しない。また、引受主幹事証券会社の割り当ても原則的にない。本方式では、高い価格で入札した投資家は必ず購入できるので、投資家が提示した価格のうち完売が可能な最高値となる。日本の入札方式について、発行企業と引受主幹事証券会社は公開株式の50%以上を入札対象とする。入札下限価格が、類似会社比較方式で算出した株価の85%に決定され、入札下限価格の決定理由や入札の対象となる株式数などの情報が開示される。入札下限価格以上で入札が実施され、落札加重平均価格が公開価格となる。その後、引受主幹事証券会社は落札加重平均価格を基準として、市況等を考慮しながら最終的な公開価格を決定する。

(3) ブックビルディング方式

ブックビルディング方式とは、発行企業が希望する発行価格をもとに、機関投資家の意見も参考にして、一定の株価範囲である仮条件 (price range) がまず設定され、引受主幹事証券会社を通じて、投資家に仮需要を積み上げ (これが狭義のブックビルディング) てもらい、その需要状況や相場までの

³ 忽那憲治「IPO市場の価格形成」2008 p82-83

⁴ 1999年のWR Hambrecht社によるOpenIPOと呼ばれるオークション方式の導入、2004年の検索大手Googleによる新規株式公開等、オークション方式を用いるケースもみられる。

価格変動リスクを勘案して、公開価格を決定する方式である。現在ほとんどの先進国は、IPOの公開価格決定方式としてブックビルディング方式を採用している。

2.2 中国株式市場における新規公開価格の決定方式

中国の株式市場では、発行価格を決定する際の主な尺度として、株価収益率法(PER⁵)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を可能とさせる。また、他の企業の市場価格が正確であることが前提となる。中国の株式市場における新規公開価格決定方式に、90年代初期の固定価格方式から、大体4段階の改革が実施された。(図表9)のように中国独特の新株公开发行価格決定方式の進化過程が伺える。

図表9 中国の新株定価改革の進化過程

時期	平均 PER	価格決定方式	新株定価改革
90年代初期	-	固定価格方式	中国は株式市場の建立初期(90年代初期)、大多数の株は額面価値で公開された。上場企業は公開価格とPERが決定できなくて、証監会が規定する固定的なPERで公开发行した。

⁵ PER (price earnings ratio 株価収益率) = 時価総額 ÷ 純利益 (* = 株価 ÷ 1株当りの利益) 投資判断指標の1つ。特徴は、株価の相対的水準を測る尺度として、株式利回りを算出する際に使用する配当金に代えて、当期純利益を採用していることにある。

1996～1999年	13～15倍	相対固定PER定価方式	1996年12月まで、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株当たり利益予想に基づくものであった。
1994年	-	オンライン競価方式（試点）＋固定価格方式	1994年から、新規株の価格付け規制について、改革した。オンライン競価方式は一度使用されたが、4社のみでテスト実施された ⁶ 。基本的に、発行主体は最低価格を決定し、価格上限が設定されていない。
1999年7月	40倍～	ブックビルディング方式	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)」を公表し、発行企業に対して、引受主幹事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。証監会はその後、株式発行時PERを規定しなくなった。
2000年7月	89倍	ダッチオークション方式	関東電力はダッチオークション方式で発行価格が決定された、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	18～20倍	ブックビルディング方式（PERコントロール定価方式）	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

⁶ 4つテスト企業：哈歲宝、青海三普、厦華電子、琼金盤である。哈歲宝、青海三普、厦華電子は分別に価格下限より超過38%、167%と141%の価格で完売したが、琼金盤は価格下限より47.3%の株だけ売りました。

が 20 倍を超えない、発行価格区間の上下幅は 10%とされた。

2005 年	-	ブックビルディング方式 ダッチオークション方式	発行企業と引受主幹事証券会社と共同で作成した諮価区間（認購価格の上限と下限）を購入希望の投資家に提出して、投資家はこの諮価区間の複数な価格が形成された後、発行価格を決定された。
2012 年	12~22 倍	ダッチオークション方式（PER コントロール定価方式）	発行価格決定の段階では同平均を 25%以上上回る場合、発行企業はリスク要因等を説明しなければならない。

3 上場発行制度

3.1 上場発行制度概述

世界の先進国の取引所における上場発行制度は、ほとんど登録制（図表 10）であるのに対して、中国では審査・認可制が採用されている。（イギリス、ドイツ、香港の審査認可制度と中国の審査認可制度の区別は審査機構の違いである。）

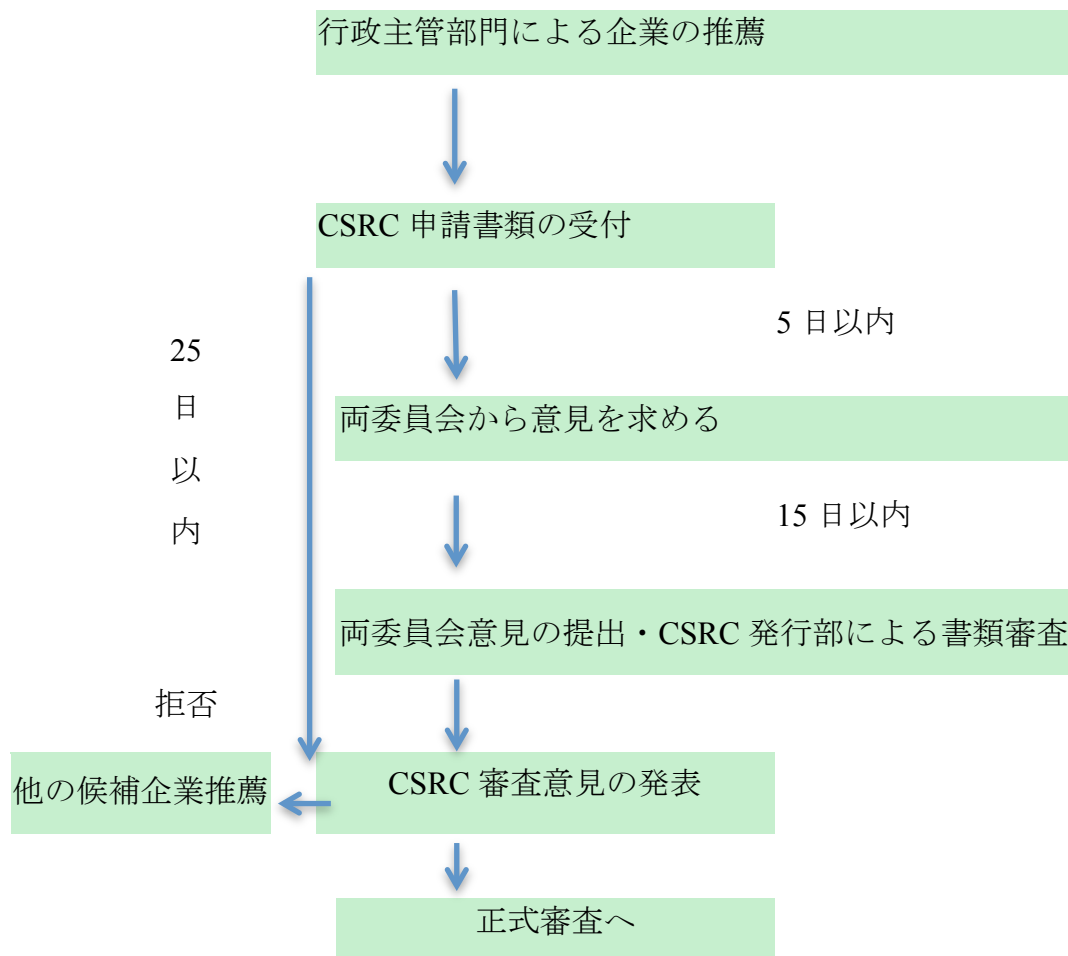
図表 10

国 (地域)	中国	日本	米国	イギリス	ドイツ	香港
発行審査 体制	審査認可制	登録制	登録制	審査認可制	審査認可制 登録制	審査認可制

3.2 中国株式市場における上場発行制度（審査・認可制）

中国の株式市場において従来の発行審査制度は、審査・認可制度であり、創業版においても審査・認可制度を実施している。創業版における新規上場企業は、ハイテクや新技術企業が多いことを考慮し、通常発行審査委員会のほかに、専門家を多数含む創業版発行審査委員会を設立した（資料2）⁸。専門家による審査の原則は、規定条件の達成に関する形式審査と企業の成長性に関する実質審査のどちらに重点を置くかについては、主にコンプライアンス審査、情報開示の正確性、完全性、充分性、明確性などについて審査を行った上で、実質的な判断を下すことを目的としている。上場審査手順は以下の流れ（図表11-13）で表す。

図表 11：中国証券監督管理委員会（表に CSRC で表す）の株式発行審査・認可作業手順（A株）における予備審査手順

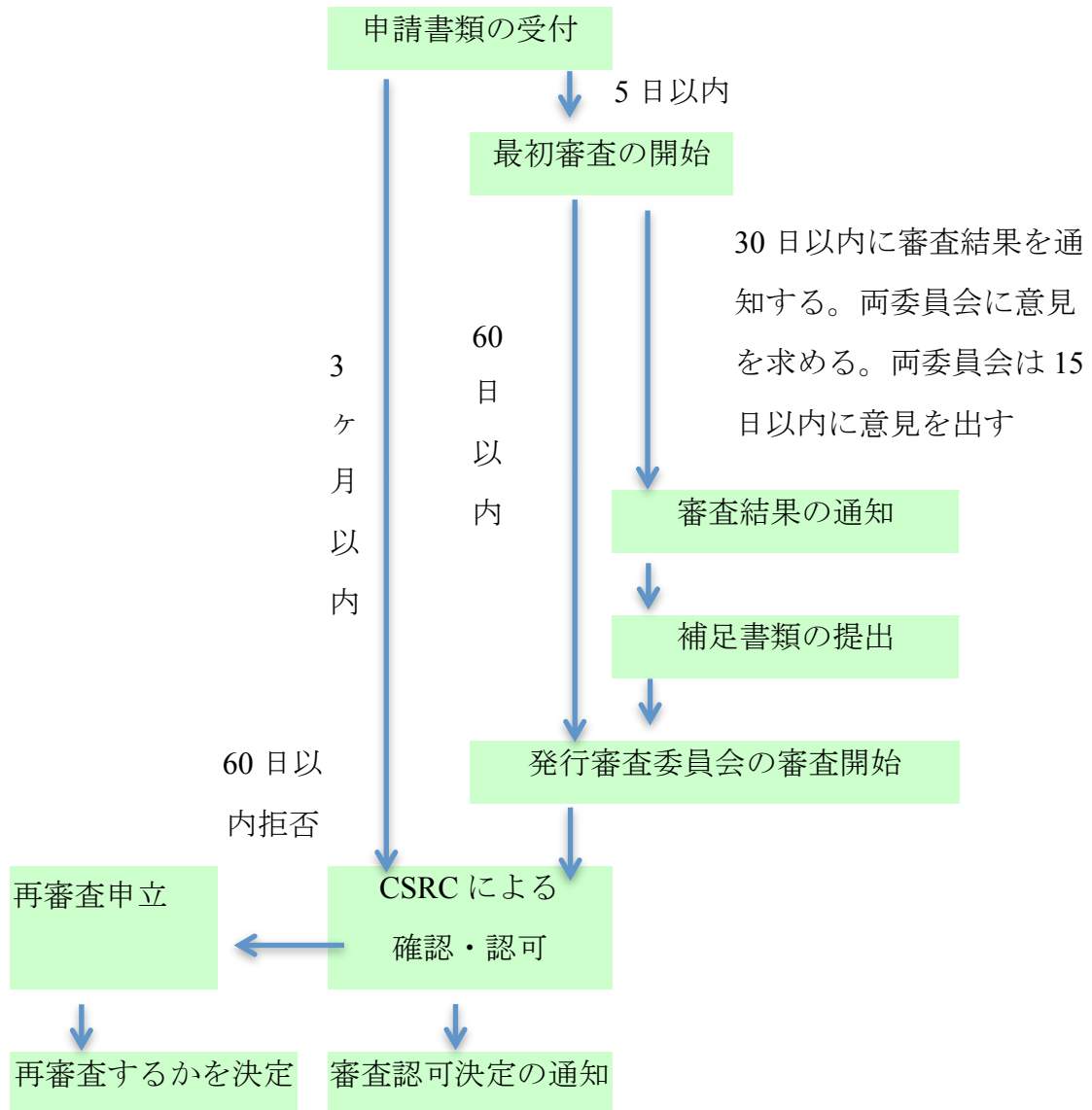


⁸資料 2：中国証券管理体制の概観及び中国証券監督管理委員会組織構造

図表 12 : CSRC の株式発行審査・認可作業手順 (A 株) における正式審査手順

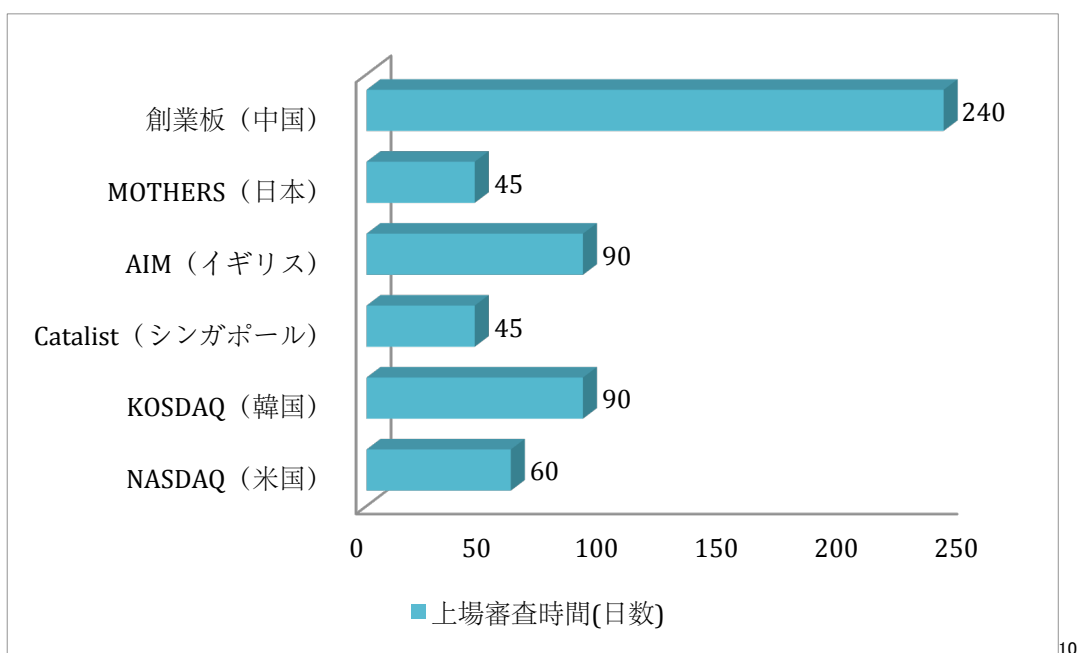


図表 13：CSRC による株式発行確認・認可手順⁹



⁹ 「中国における株式発行審査制度について」 - 「証券法」施行後の制度を中心に-虞建新

図表 1 4 各ベンチャー市場における上場申請手続の待ち時間



(出所) 各取引所市場における上場申請手続資料より整理。(時間は平均標準より)

4 創業板市場での新規公開における「三高」問題についての分析

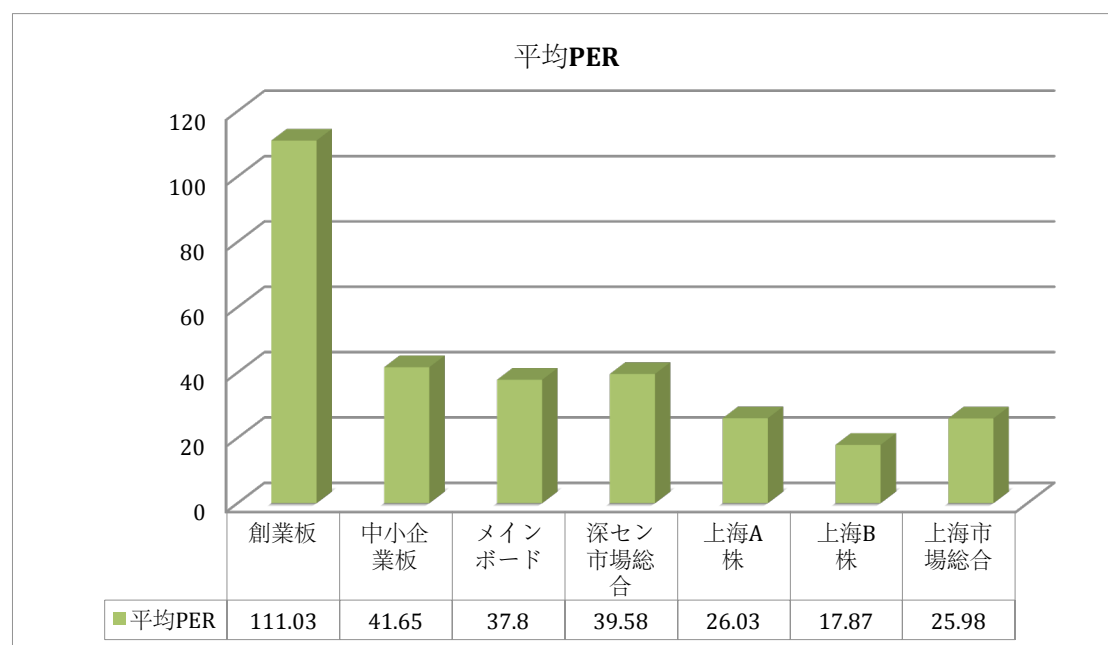
4.1 「三高」問題の現状

創業板はメインボードと異なり、高成長・高リスクを特徴とし、優勝劣敗の仕組みがある程度体现されている。創業板 IPO の最も大きな特徴は、「三高」(高株価、高 IPO 株価収益率、高資金調達)である。2009年10月30日、創業板は深セン証券取引所で取引を開始し、同日に28社が上場した。創業板開板初日の28名柄のデータ調査(資料)を調べると、「三高」問題は非常に顕著であった。例えば、鼎漢技術(銘柄コード:300011)の目論見書では、IPOプロジェクトに計画調達資金は2.16億元であったが、実際の調達資金は4.81億元となり、資金超過調達率は123%になった。鼎漢技術の新規価格は37元であり、IPO株価収益率(PER)は82.22倍になった。同時期の国内他市場の各ボードと比較すると、創業板の平均PERは非常に高いと言える(図表15)。2010年~2011年、創業板に新規上場企業数が大幅に増加し、

¹⁰中国の創業板は審査・認可制において、上場企業の数量で決定するため、審査時間が異なることもある。また、AIMなどの取引所からの企業に対して、特別のルートを設置する。他の金融監督機関(上場監督管理委員会など)認可を許可された取引所に上場していた18ヶ月以上の申請人は上場書類を提示しなくてもいい。その代わりに必要な情報開示した後、AIMに上場できる。

「三高」の状況が続いた。2012年4月28日、IPO価格つり上げ回避のため様々な措置をとった「新株発行体制改革をさらに深化させることに関する指導意見」を発表した。2012年には、創業板の「三高」問題は「降温」の趨勢があるものの、全体として高発行価格、高PER、高資金調達などは依然として存在している。例えば、2012年に上場した企業の中で、湯臣倍健（銘柄コード：300146）の発行価格は最高であり、110元/株の「天価」を作った。新研株式（銘柄コード：300159）の発行PERは最高であり、150.82倍に達している。また、茹木真（銘柄コード：300143）¹¹などほかの14社の発行PERは100倍を超している。碧水源（銘柄コード：300070）の実際調達資金は、23.53億元、国民技術（銘柄コード：300077）など47社のIPO調達資金は、10億元を超過した。上場後の創業板企業の営業不振は投資家からの非難を受け、「三高」を支える前提であるこれら企業の「高成長」に対して、疑問が呈される事態も見られている。

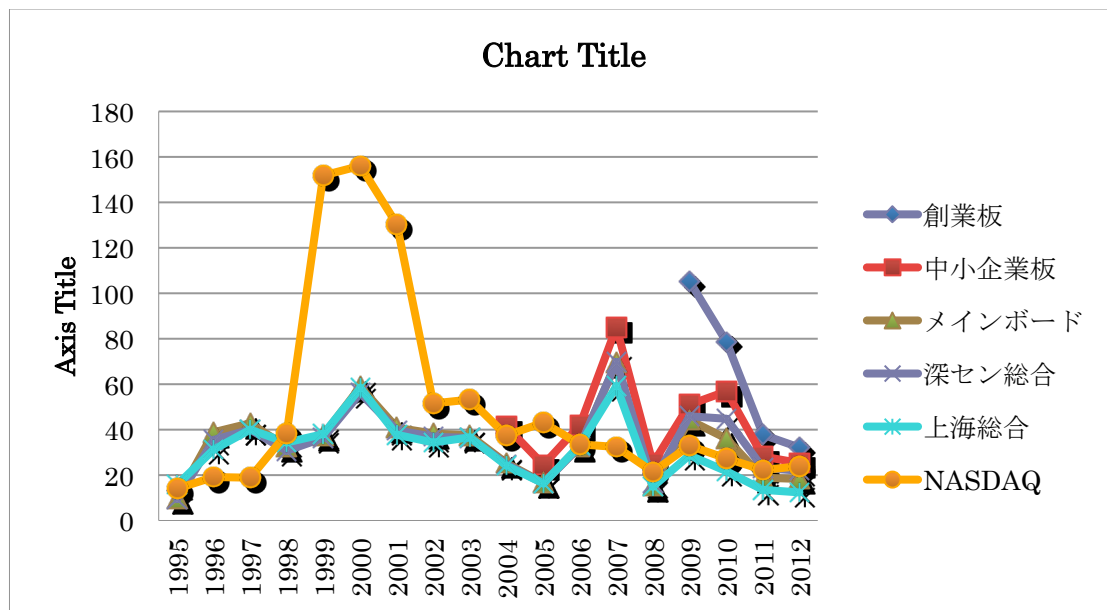
図表15 創業板開板時と国内他市場の平均PER比較



（出所）上海証券取引所、深セン証券取引所より（2009年10月30日のデータを使う）

¹¹2013年1月23日から、茹木真（銘柄コード：300143）は「星河生物」という名前に変更された。

図表 1 6 創業板における年別平均PERと国内及びNASDAQの比較



(出所) NASDAQ のデータ出典は Bloomberg より、その他は深セン証券取引所、上海証券取引所、深セン証券取引市場統計年鑑 (2003～2011) より。

4.2 「三高」問題の原因

4.2.1 根本：非市場化

根本：発行制度（審査・認可制度）における「非市場化」市場で、新規価格の決定は効率的ではない。

株式市場において、企業は株式を発行して、資金を調達することは権利である。企業の発行価格の高さと低さの決定権は、投資家によって判断されるべき問題である。しかしながら投資家の判断は、ゲームの様相を呈している。最終的には、公平かつ合理的な発行価格の形成を可能とすべきである。

中国の株式市場の発行制度は、誕生して以来の額度（分配）制度、審査・批准制度、または今の審査・認可制度と、名称の変更はあったものの、実質的な変化はなかった。現在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（新規価格決定方式ブックビルディング中国タイプ）を使った発行方式は、証監会が投資家に代わって、企業の価値及び上場資格の有無を判断する。判断の基礎は、目論見書および通り一遍の財務指標のみで、厳密な審査

は行われていなかった。この体制下で、中国証券監督管理委員会という唯一の審査機構が、企業の上場資格を決定している。そのため、発行市場での競争は厳しく規制され、株式の供給不足が発生している。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。発行価格の決定は、市場化のプロセスの中で最も重要であり、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。しかし、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。ただし、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。

4.2.2 外部環境

(1) レントシーキング型株主の参入

中国の資本市場、特に創業板には一部の特殊な投資家が存在する。ベンチャー企業が IPO を行う前に、特殊な権利（行政権など）を使い突如株主となり、上場後すぐに株式を売却して利益を得ている。このような投資家は「レントシーキング型(尋租)株主」と呼ばれている。レントシーキング型株主は、権力と資本取引を通じて様々な形で IPO の重要な過程に直接的または間接的に影響を及ぼし、高額報酬(利益)を得ている。によって IPO 審査過程が歪められ、IPO 上場資格を獲得するといったこともあるようだ。このような利益交換を通じて、レントシーキング株主は、発行価格の高騰を助長をといえる。

(2) 引受主幹事証券会社側の「保証推薦+直投」

「保証推薦+直投」の運営方式における利益直投とは、証券会社が親会社または子会社等を通じて、自らが引受主幹事会社となる上場企業の新規発行株を購入することを指す。このような方式は、証券会社が上場企業の保証推薦人や引受主幹事会社、財務顧問だけでなく株主になることも意味する。また、

直投業務や保証推薦業務、引受業務などの多くの役割を同時に担うことによって、複雑な利害関係が衝突する。発行価格が高くなるほど、発行企業は資金調達額が増え、引受主幹事証券会社は通常の引受手数料に加え、資金調達額が予定を上回る部分に超過手数料を上乗せすることになる。このため、発行企業と引受主幹事証券会社は、発行価格を吊り上げようとする傾向が強くなった。

5 提言

(1) 上場審査・認可権限の委譲および発行制度は登録制度に移行

日米のような証券市場では、上場審査の権限と責任は証券取引所にあるが、中国の場合、いまだに証券当局である証監会にある。中国においても、上場審査の権限を証監会から証券取引所に委譲すべきである。創業板は順調に発展しており、大量に殺到してくる中小企業の上場申請を証監会の35人から成る、発行審査委員会で処理している。それゆえに、審査時間と審査標準は主観的になり、審査の審査結果の不透明感が強くなっていると思われる証監会には、行政介入として証券市場におけるリスク監督管理の制度整備に専念しながら、監督管理の役割を守ることが求められよう。上場登録制への移行により、一定基準を満たす上場企業数を増やし、株式市場への株式供給を増やすことで、発行市場の責任分担を達成し、効率性な市場化発行市場を構築していくことが望ましい。

(2) 新株定価方式はアメリカオークション方式で使う

株式発行の市場化に関する適切なプロセスは、発行市場での競争原理の導入、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、最終的に完全市場化を実現することである。今の新規公開価格の決定方式は、発行市場の供給が少なく、発行市場の投資家はIPO企業の認購株を抽選できるように、合理的な価格より、高価格を付けた。しかし、現在の定価方式において、発行市場の諮価を受けた投資家のリスクが低くて、高い価格で認購しても、最後中位値の価格で認購できた。この定価方

式において、IPO 発行諮価の際に人為的付け込んで発行価格吊り上げが行われ。アメリカオークションでは、諮価を受けた投資家は自らがすべての認購価格と数量のリスクを負担する。諮価後、抽選できた投資家は自分の認購価格で株の配額をすべて買う。このような方式で、発行市場の IPO 価格決定プロセスにおいて、人為的に価格の吊り上げを防止することができる。

(3) 多様な投資家の導入

当局は、投資家の損失を避けるために、投資家資格が制限されるべきことを明示している。2009年6月8日、証監会は「創業板投資家適格性管理暫定弁法」の意見徴収案を発表した。そこでは、投資家の参加資格を①投資経験2年以上、②2年未満の者は「リスク揭示書」に署名などの条件付で参加可能——とされている。しかし、過度な保護は投資家の成長に不利である。そして、長期投資を行う機関投資家の育成、国内機関投資家または、成熟な個人投資家を育成するために、外国投資家である QFII の導入を続けることにより、「與狼共舞」¹²が期待される。外国投資家の市場参入により、株主構成の合理化が図られ、ベンチャー企業の企業統治や市場投資家偏在の改善につながる。とりわけ、投資の効率性を重視する外国投資家の投資手法が国内市場に浸透することを通じて、市場の投機性を和らげ、創業板の高パフォーマンス銘柄に投資した企業の成長を促進することができる。

終わりに

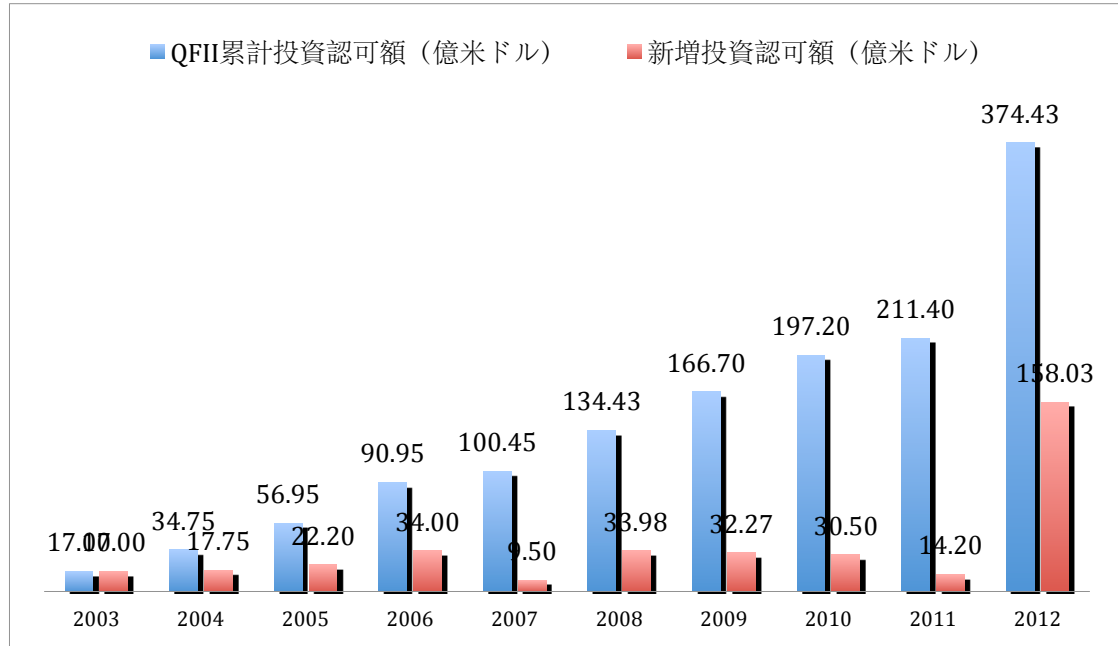
本調査研究では、中国の創業板を中心とする中国の株式新規公開における価格付け問題を調査し、中国の株式市場構造、創業板市場の概況と特徴などを検討した上で、新規公開価格の決定方式の分析を行った。中国の株式発行審査制度は、株式制企業試行進展及び市場経済化の浸透に伴って、市場経済の要素を取り入れる方向へ少しずつ調整されてきた。しかし、中国では、社

¹² 「與狼共舞」とは、強力な相手と共存することによって、自分も強くなることを意味する。証券会が2012年5月29日から同年6月21日まで合計6回にわたって公開した、「最近投資家が注目している50の話題」によれば、2011年末時点で、中国の個人投資家が保有しているA株流通株の時価総額の割合は26.5%であるのに対し、企業の割合は57.9%、プロの機関投資家の割合は15.6%で、成熟市場と比べて、中国の機関投資家の規模は明らかに小さく、投資家構成の不均衡も顕著であるといった問題が指摘されている。このため、機関投資家（社保基金、企業年金など）の株式市場への参入を促進するための規制緩和を相次いで打ち出した。また、外国人投資家の株式市場の参入促進も、その一環である。

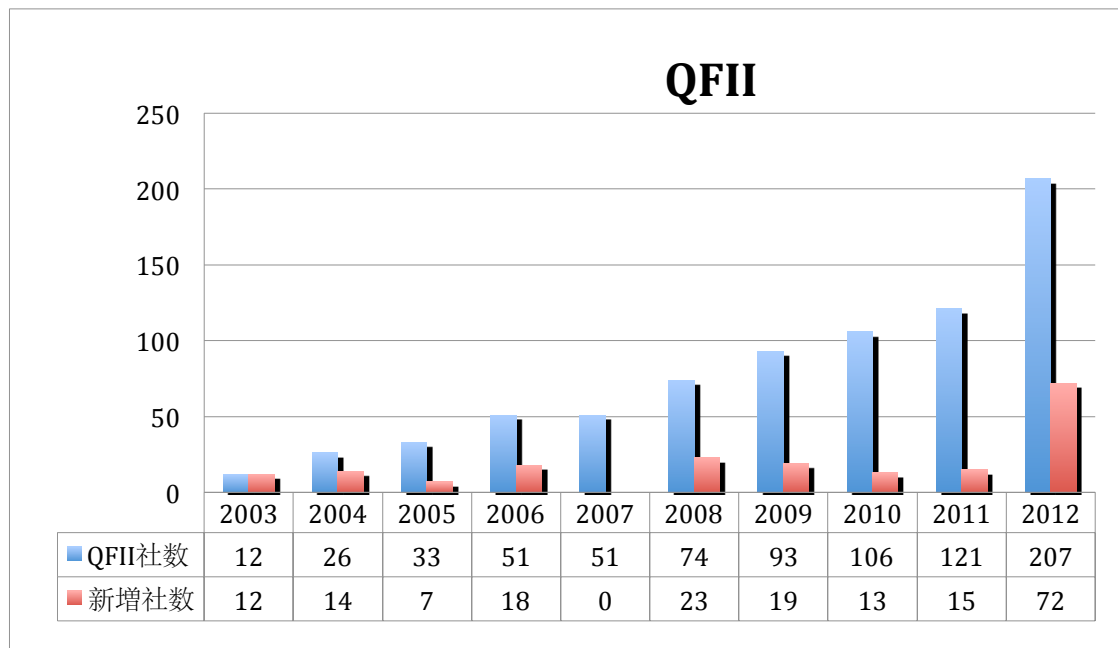
会主義市場経済体制を目指す方針が掲げられているだけに、株式発行審査においては、証券規制機関による行政裁量が維持されている。同制度下においては、株式発行審査作業の透明性を高めることによって、株式発行審査における不正や腐敗を防ぐための工夫が積極的に導入されてきた。したがって、現段階における中国の株式発行審査制度において、行政裁量の強さこそが、創業板の発行市場での新規公開価格の高騰の根本的な要因である。資本市場は資本主義の産物であって、自由市場主義の基に、市場の需要と供給を自動的に調整することこそが自然であろう。今後、市場経済の一層の発展が進む中で株式市場の効率性を図り、企業が迅速に資金を調達することを容易にし、かつ投資家の保護を図るためには、株式発行審査制度は日米のような登録制度に移行していくべきであろう。資源はいつ枯渇するか分からないが、活力や原動力は長期に渡って受け継がれるものである。創業板はまだ発展段階で規模も小さく、内部における市場制度や外部環境の監督管理改善が必要とされている。

* 補足資料

図表 1 7 QFII投資認可額の動向 (2012年11月末)



図表 1 8 QFII のライセンスの動向 (2012年11月末)



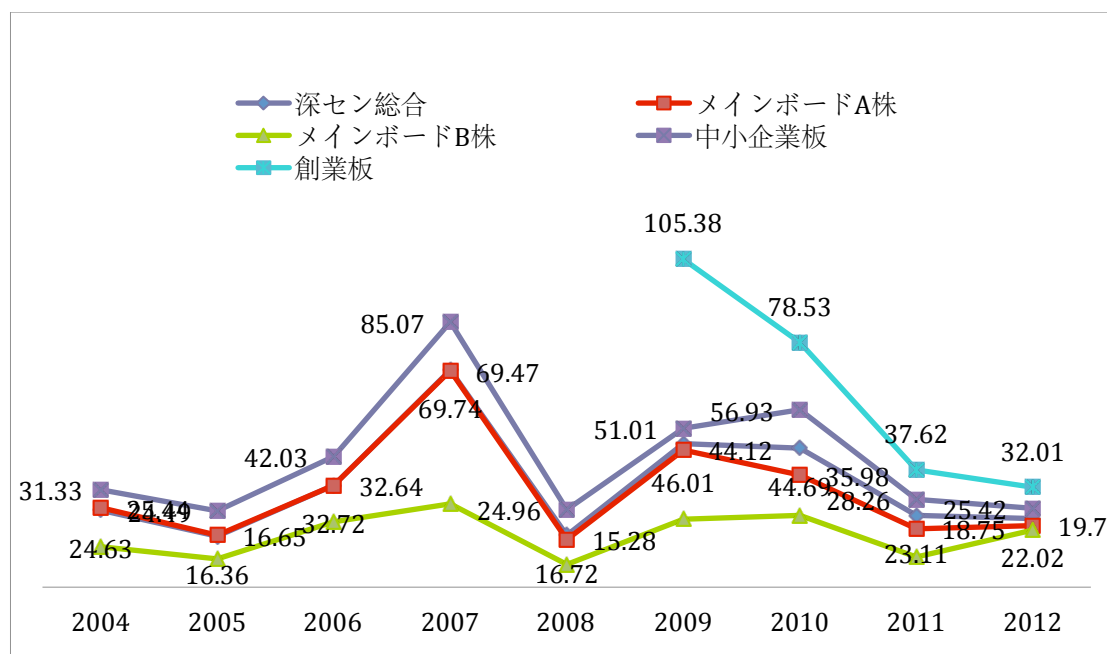
(出所) 財新サイト、中国证券监督管理委员会より整理

図表 1 9 創業板市場年別における概況（2009～2012）

指標	2012	2011	2010	2009
上場企業数	355	269	153	36
月平均上場企業数	6	13	10	12
募集資金総額（億円）	351.49	791.47	963.34	204.08
平均1社募集金額（百万）	500.55	638.84	823.37	566.92
総資本（億株）	600.89	387.61	175.06	34.6
流通資本（億株）	242.05	132.58	50.37	6.48
時価総額(億円)	8731.2	8037.4	7365.21	1610.08
流通株時価総額(億円)	3335.29	2594.96	2005.64	298.97
流通株対発行済み株式数の比率	40%	34%	29%	19%
平均 PER	32.01	37.62	78.53	105.38
加重平均株価（元/株）	14.53	18.61	42.07	46.53

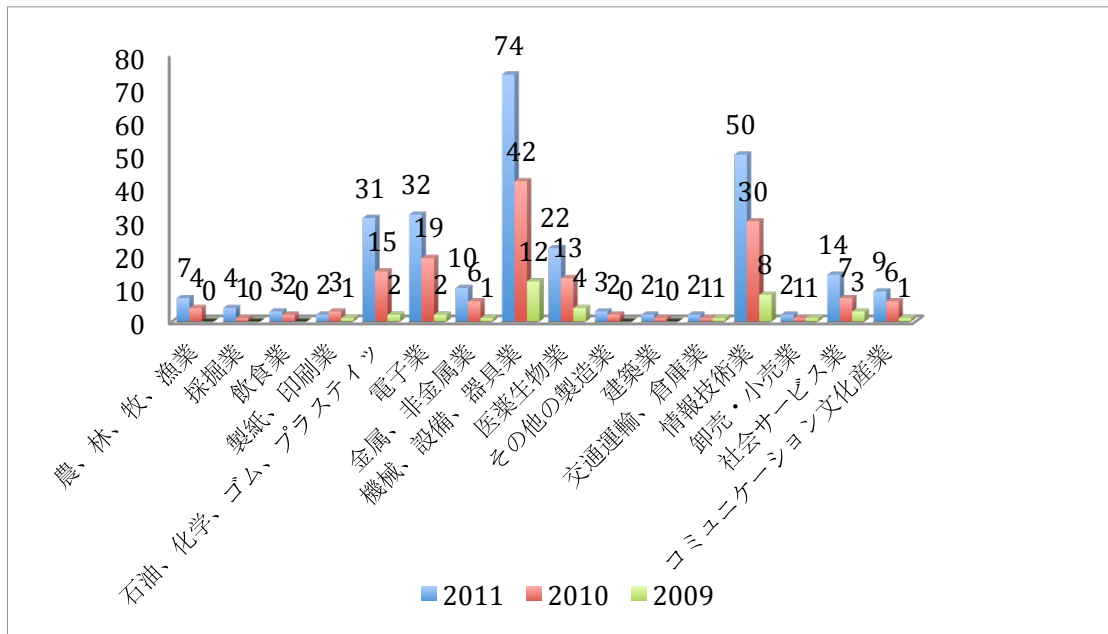
（出所） 「深セン証券取引市場概況」（2009、2010、2011、2012）統計より

図表 2 0 深セン証券取引市場での各ボードの平均 PER の推移



（出所） 深セン証券取引所の資料より整理（2012 年末まで）

図表 2 1 創業板各産業別においての上場企業数



(出所) 深セン証券取引所 (2011)

図表 2 2 世界各国の株式時価総額一覧 (2012年末まで) ¹⁴

単位：米ドル(百万)

国名	時価総額		GDP	
	①	対世界比率	②	①/②
米国	20008334	35.90%	15653366	127.80%
中国 (上海+深セン)	3697376	6.60%	8250241	44.80%
日本	3681994	6.60%	5984340	61.50%
イギリス	3396504	6.10%	2433779	139.60%
フランス (+α) ¹⁵	2832188	5.10%	2580423	109.80%
香港	2831945	5.10%	257950	1097.90%
インド	2497827	4.50%	1946765	128.30%
カナダ	2058838	3.70%	1770080	116.30%
ドイツ	1486314	2.70%	3366651	44.10%
オーストラリア	1386873	2.50%	1542060	89.90%
スイス	1233438	2.20%	622860	198.00%
ブラジル	1227447	2.20%	2425052	50.60%
韓国	1179419	2.10%	1151270	102.40%
スペイン	995088	1.80%	1340270	74.20%
南アフリカ	903371	1.60%	390920	231.10%
ロシア	825340	1.50%	1953555	42.20%
シンガポール	765077	1.40%	267940	285.50%
台湾	735292	1.30%	466050	157.80%
メキシコ	525056	0.90%	1162890	45.20%
トルコ	315197	0.60%	783060	40.30%
上位 20 カ国	52582928	94.50%	54349522	96.70%
世界合計	55664069	-	-	

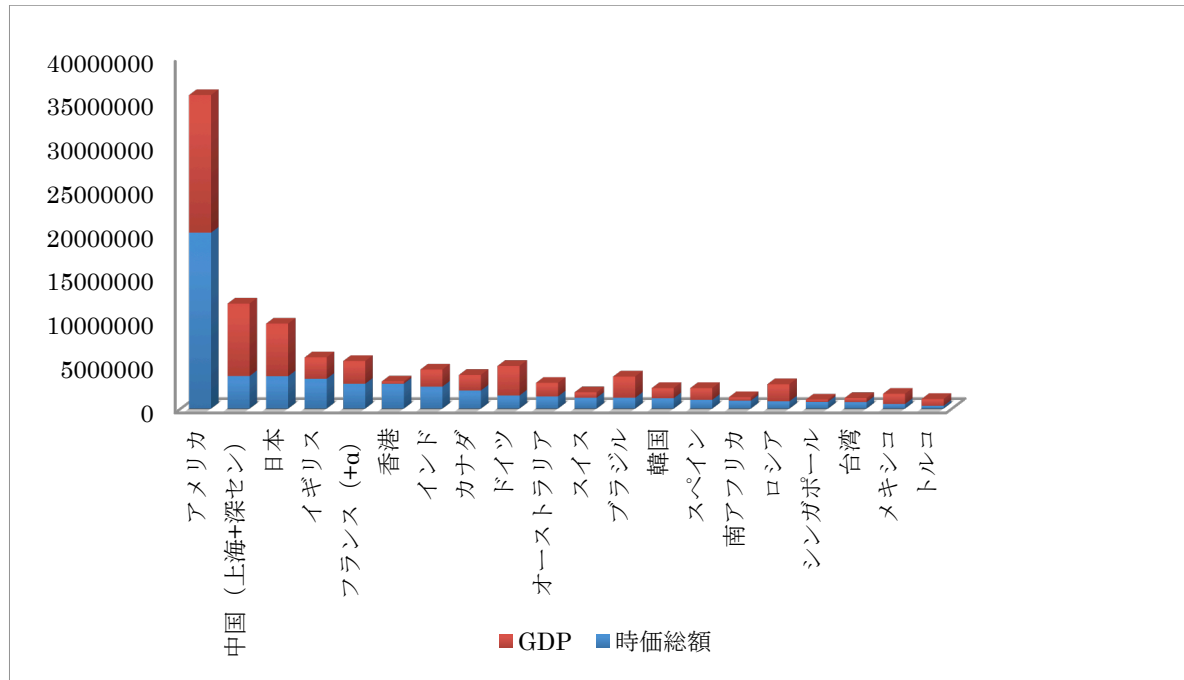
(出所) world-exchanges.org

¹⁴2012 年末時点での、世界各国の株式時価総額トップ 20 カ国のデータを使用。GDP は、2012 年の IMF 予測値を使用。時価総額及び GDP の単位は百万米ドル。

¹⁵フランスは「ユーロネクスト」に一括りにされているため、フランスの時価総額にはオランダ・ベルギー・ポルトガルも含まれている。

図表 2 3 2012 年度世界各国の株式時価総額と GDP（上位 20 カ国）

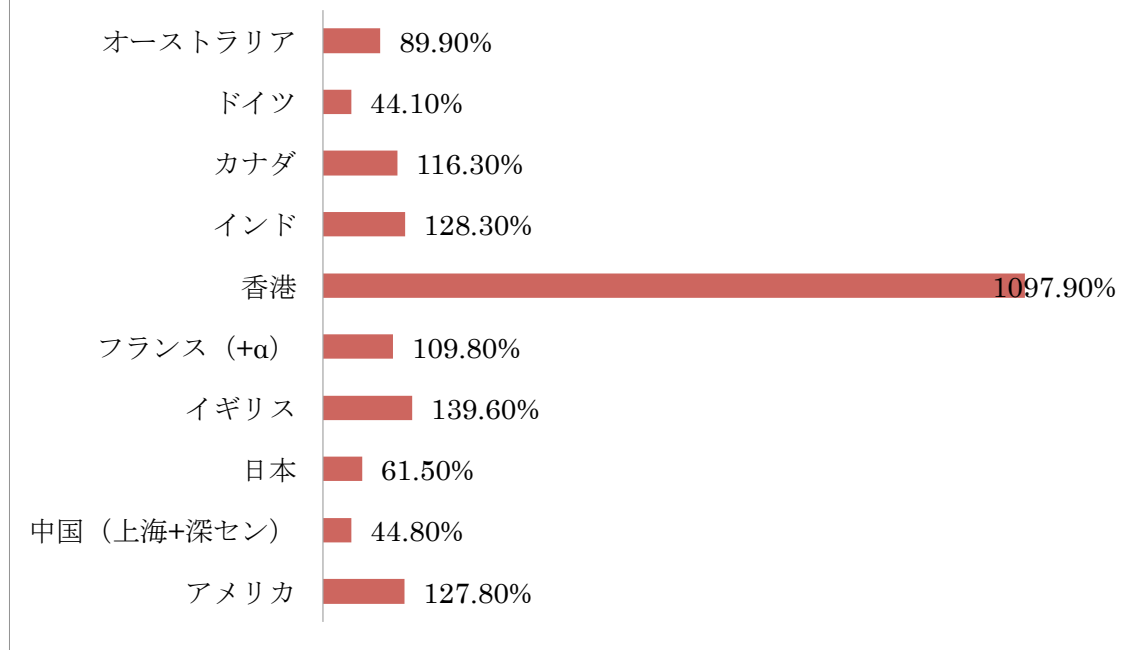
（単位：百万米ドル）



（注）図表 2 2 より作成

図表 2 4

■ 株式市場時価総額対 GDP比（上位10カ国）



（注）図表 2 2 より作成

図表 2 5¹⁶ : 深セン取引市場において産業別の上場企業数と加重平均 PER

産業 コード	産業	メンバー		中小企業板		創業板		深セン市場	
		上場 企業 数	加重 平均	上場 企業 数	加重 平均	上場 企業 数	加重 平均	上場 企 業数	加重 平均
A	農、林、牧、漁業	8	46.22	12	33.33	7	32.36	27	35.99
B	採掘業	11	18.08	8	24.34	5	37.57	24	20.45
C	製造業	251	18.85	536	27.61	229	30.29	1016	23.54
C0	飲食業	24	15.61	30	22.07	5	43.53	59	17.97
C1	紡織、服装、毛皮	15	17.8	31	21.03	0	0	46	20.31
C2	木材、家具	1	31.4	7	27.47	0	0	8	27.99
C3	製紙、印刷	6	56.01	23	29.94	2	27.34	31	31.89
C4	石油、化学、ゴム、プラスチック	49	20.85	93	28.57	37	29.89	179	26
C5	電子	15	21.61	59	36.46	44	29.28	118	30.31
C6	金属、非金属	38	27.58	72	32.5	15	32.87	125	29.48
C7	機械、整備、器具	73	15.11	168	24.84	100	27.82	341	19.98
C8	医薬、生物製品	28	28.76	38	28.01	23	37.08	89	29.56
C9	その他の製造業	2	39.14	15	40.74	3	56.26	20	40.83
D	電力、ガス、水道の生産と供給業	26	26.51	4	28.07	0	0	30	26.69

¹⁶中国語原語： A 农林牧渔业 B 采掘业 C 制造业 (C0 食品、饮料 / C1 纺织、服装、皮毛 / C2 木材、家具 / C3 造纸、印刷 / C4 石油、化学、塑胶、塑料 / C5 电子 / C6 金属、非金属 / C7 机械、设备、仪表 / C8 医药、生物制品 / C9 其他制造业) D 电力、煤气及水的生产和供应业 E 建筑业 F 交通运输、仓储业 F 信息技术业 H 批发和零售贸易 I 金融、保险业 J 房地产业 K 社会服务业 L 传播与文化产业 M 综合类

E	建築業	4	16.62	19	32.53	3	40.18	26	29.73
F	交通運輸業、倉庫業	16	14.11	7	20.65	3	27.93	26	15.39
G	情報技術業	24	47.63	61	30.05	77	33.98	162	32.9
H	卸売業、小売業	34	24.46	24	16.67	2	47.12	60	19.45
I	金融、保険業	8	17.17	3	14.8	0	0	11	16.69
J	不動産業	57	15.16	7	16.15	0	0	64	15.28
K	社会サービス業	22	20.1	17	30.12	18	42.6	57	25.83
L	コミュニケーションと文化産業	7	29.24	2	27.87	11	38.95	20	33.38
M	総合類	16	49.71	1	22.35	0	0	17	47.88

(出所) 深セン証券取引所 (2011)

図表 2 6 創業板 IPO 初日登場した 28 銘柄

上場企業 17	発行	流通	発行	PER	調達	超過	超過
	株数	価値	価格		資金	調達資金	調達資金
	(万株)	(億元)	元		(億元)	(億元)	(倍数)
特銳德	3360	6.4	23.8	52.76	8	3.792	1
神州泰岳	3160	14.66	58	68.8	18.33	13.29	2.64
樂普医療	4100	9.51	29	59.56	11.89	6.723	1.3
南風株式	2400	4.39	22.89	46.24	5.49	2.382	0.91
探路者	1700	2.69	19.8	53.1	3.37	1.167	0.53
萊美藥業	2300	3.04	16.5	47.83	3.8	2.353	1.64
漢威電子	1500	3.24	27	60.54	4.05	2.235	1.25

¹⁷ 創業板 IPO 初日の 28 銘柄に対応する中国語原語：特銳德/ 神州泰岳/ 樂普医療/ 南風股份/ 探路者/ 萊美藥業/ 漢威電子/ 上海佳豪/ 安科生物/ 立思辰/ 鼎漢技術/ 華測檢測/ 新寧物流/ 億緯鋰能/ 愛爾眼科/ 北陸藥業/ 網宿科技/ 中華元電/ 硅寶科技/ 大禹節水/ 吉峰農機/ 寶德股份/ 機器人/ 華星創業/ 紅日藥業/ 華誼兄弟/ 金亞科技

上海佳豪	1260	2.8	27.8	40.12	3.5	2.297	1.89
安科生物	2100	2.86	17	46.83	3.57	1.91	1.15
立思辰	2650	3.82	18	51.49	4.77	2.01	0.73
鼎漢技術	1300	3.85	37	82.22	4.81	2.65	1.23
華測檢測	2100	4.33	25.78	59.95	5.41	3.373	0.97
新寧物流	1500	1.87	15.6	45.48	2.34	0.94	0.67
億緯鋰能	2200	3.17	18	54.56	3.96	1.679	0.92
愛爾眼科	3350	7.5	28	60.87	9.38	5.98	1.76
北陸藥業	1700	2.43	17.86	47.89	3.04	1.797	0.66
網宿科技	2300	4.42	24	63.16	5.52	3.1	1.28
中華元電	1635	4.21	32.18	52.62	5.26	3.411	1.84
珪寶科技	1300	2.39	23	47.96	2.99	1.36	0.83
銀江株式	2000	3.2	20	52.63	4	2.3	1.35
大禹節水	1800	2.02	14	53.85	2.52	0.99	0.65
吉峰農機	2240	3.18	17.75	57.26	3.98	1.929	1.01
寶德株式	1500	2.35	19.6	81.67	2.94	1.34	0.84
機器人	1550	4.94	39.8	62.9	6.17	3.886	1.21
華星創業	1000	1.57	19.66	45.18	1.97	0.589	0.67
赤日藥業	1259	6.04	60	49.18	7.55	4.875	1.82
華誼兄弟	4200	9.6	28.58	69.71	12	5.803	0.94
金亜科技	3700	3.34	11.3	45.2	4.18	2.331	1.26

(出所) 新浪財政サイト

図表 2 7

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 1 4 1 社の内訳

市場	主要財務基準		基準を満 たす企業 の比率	基準の 2 ～10 倍を 満たす企 業の比率	基準の 10 倍以上を 満たす企 業の比率
創 業 板	株式 資本	発行前純資産 2000 万元以上	100.00%	63.12%	32.88%
		発行後株式資本総額 3000 万以上	100.00%	7.04%	92.96%
	収 益	条件 1 直近 2 年間の純利益が累計 1000 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	発行前純資産 3000 万元以上	99.29%	51.06%	2.13%
		発行後株式資本総額 5000 万以上	100.00%	24.82%	65.18%
	収 益	条件 1 直近 3 年間の純利益が累計 3000 万元以上	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 5000 万元以上	—	—	—
			直近 3 年間の営業収入が 3 億 元以上	—	—

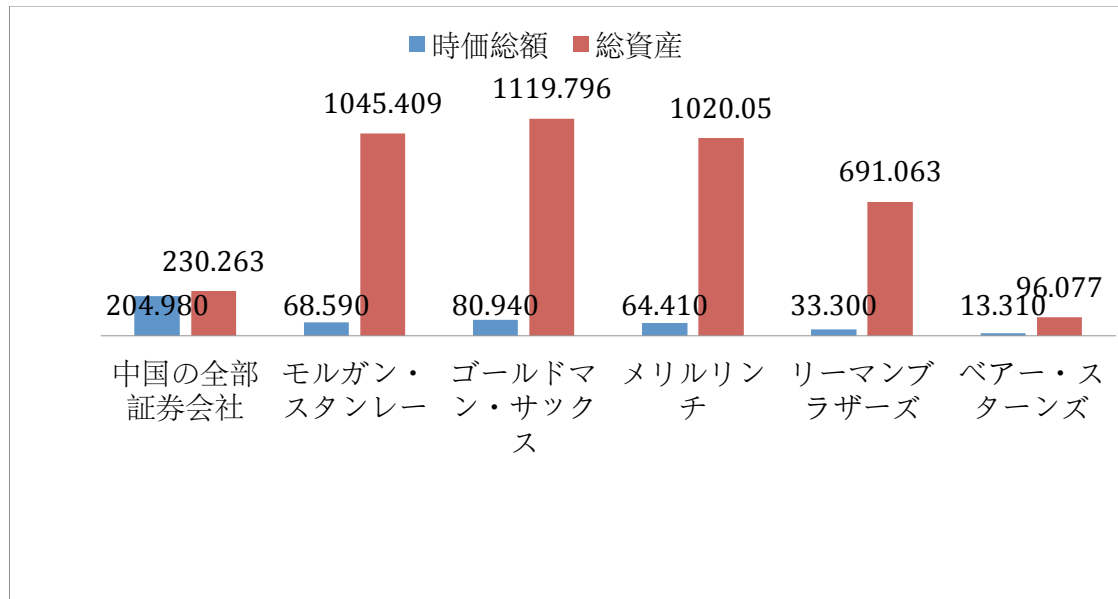
(出所) 深セン証券取引所、国泰安データサービスセンター¹⁸

(注) 創業板の上場基準に関する現状をより明確にするため、国泰データサービスセンターと深セン証券取引所から、創業板の上場企業141社の2010年12月8日時点における株式資本や収益等の主要財務状況データを取得した。図表はその主要財務状況データをメインボード及び二板市場と総称される中小企業板・創業板の上場基準と比較したものである。

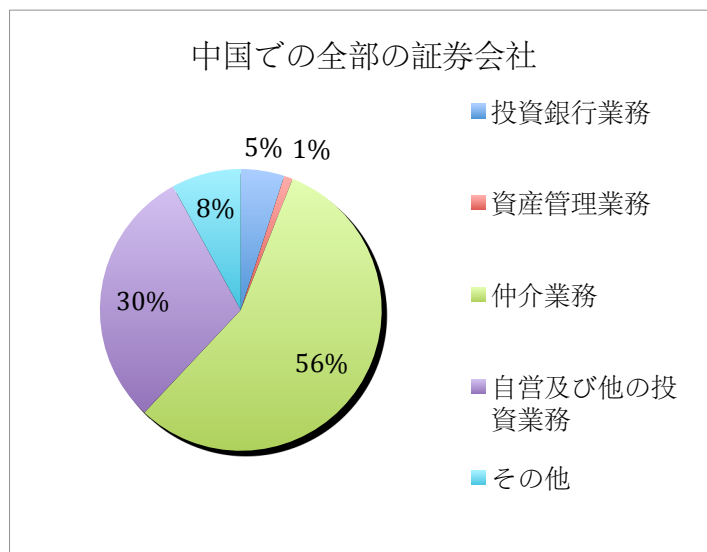
¹⁸ 董安生 楊嶷 何以 王恩宇 何海寿「中国創業板の発行制度分析」 「資本市場評論」2011年第4期
中国人民大学金融証券研究所

図表 2 8 中国の証券会社と国際比較 (2007) ¹⁹

単位：億元

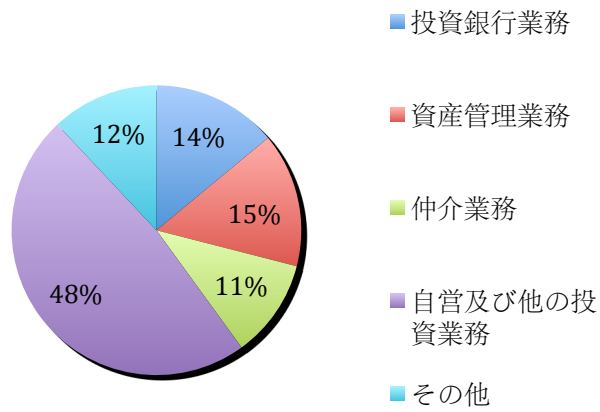


図表 2 9 中国の証券業界収入構造と国際比較

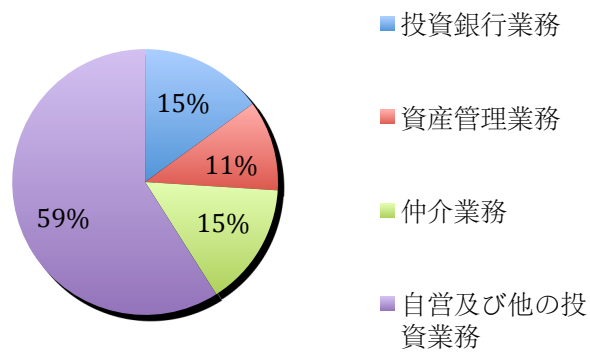


¹⁹ 中国証券会社の時価総額は、上場証券会社の時価総額と非上場証券会社株主資本の和である。海外証券会社の時価総額は、2007 年末のデータを使用。

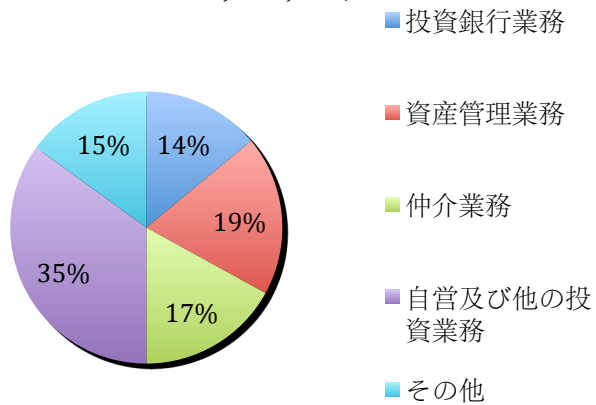
モルガン・スタンレー



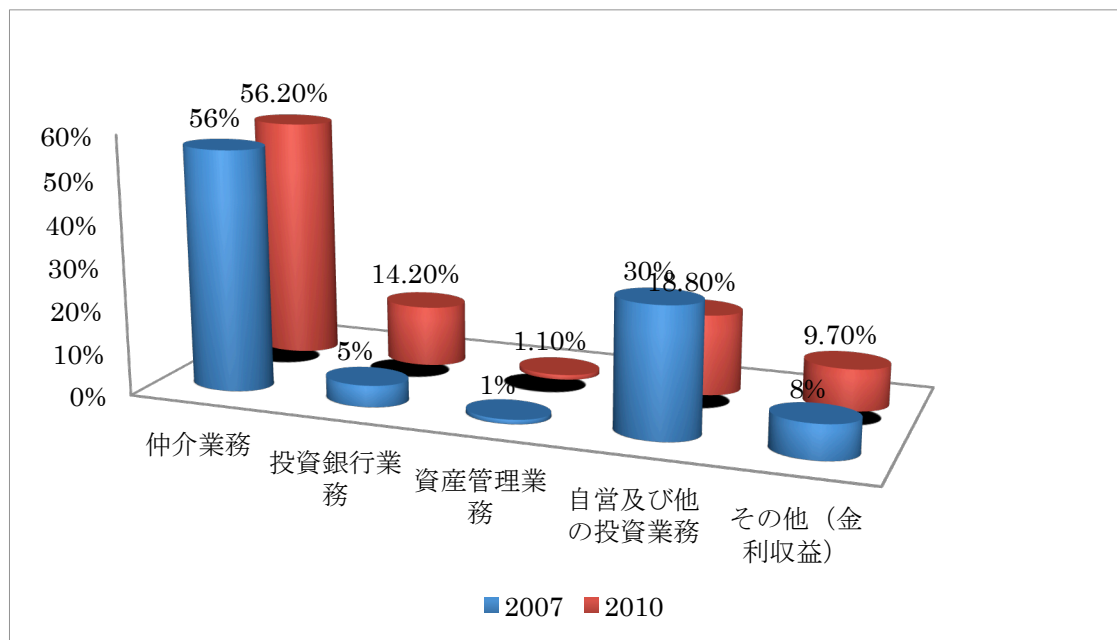
ゴールドマン・サックス



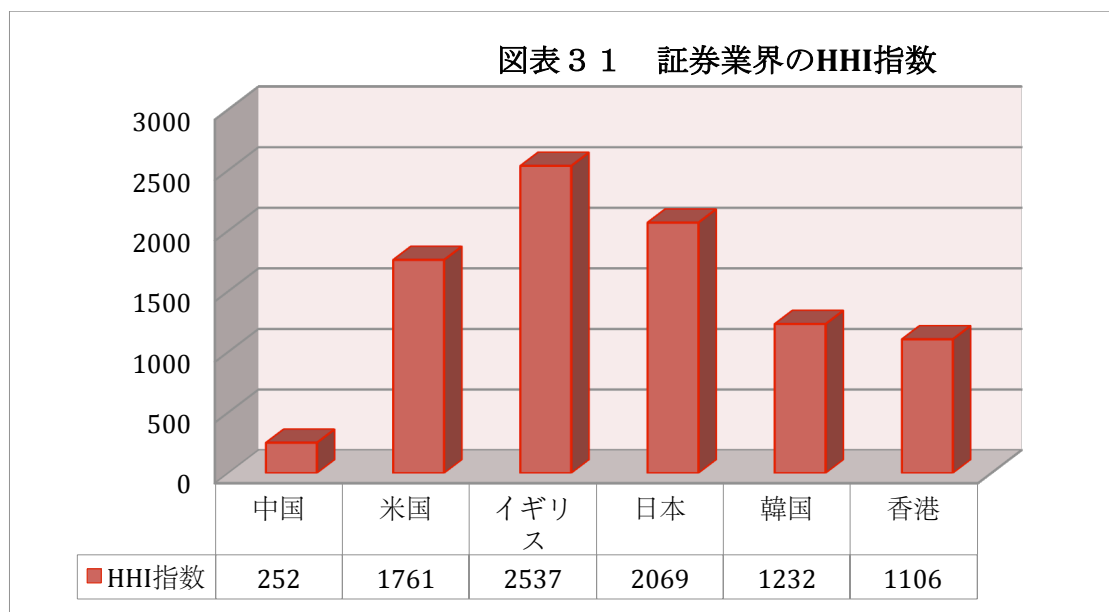
メリルリンチ



図表 3 0 中国の証券業界収入構造の変化



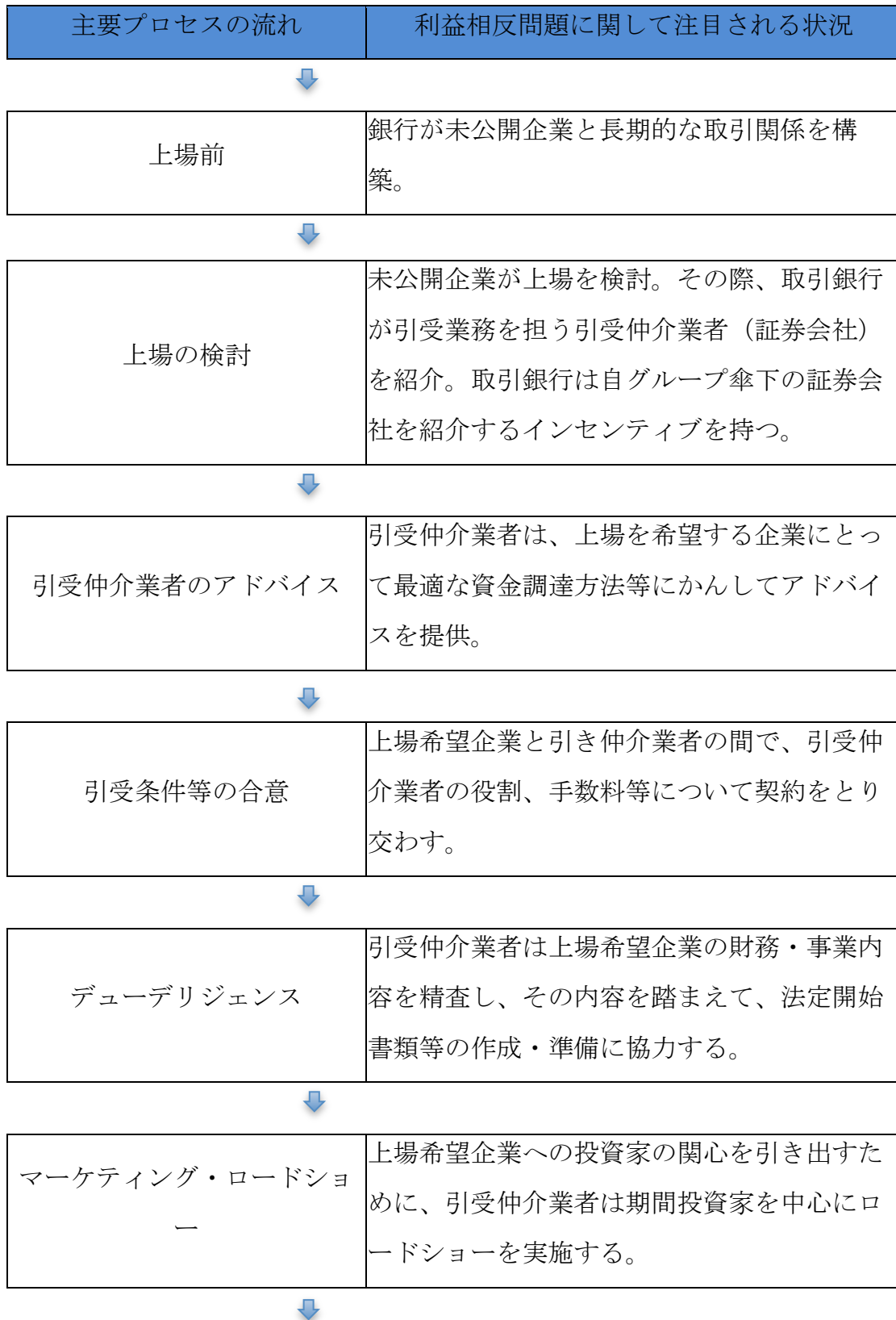
(出所) 中国資本市場報告書 (2010)

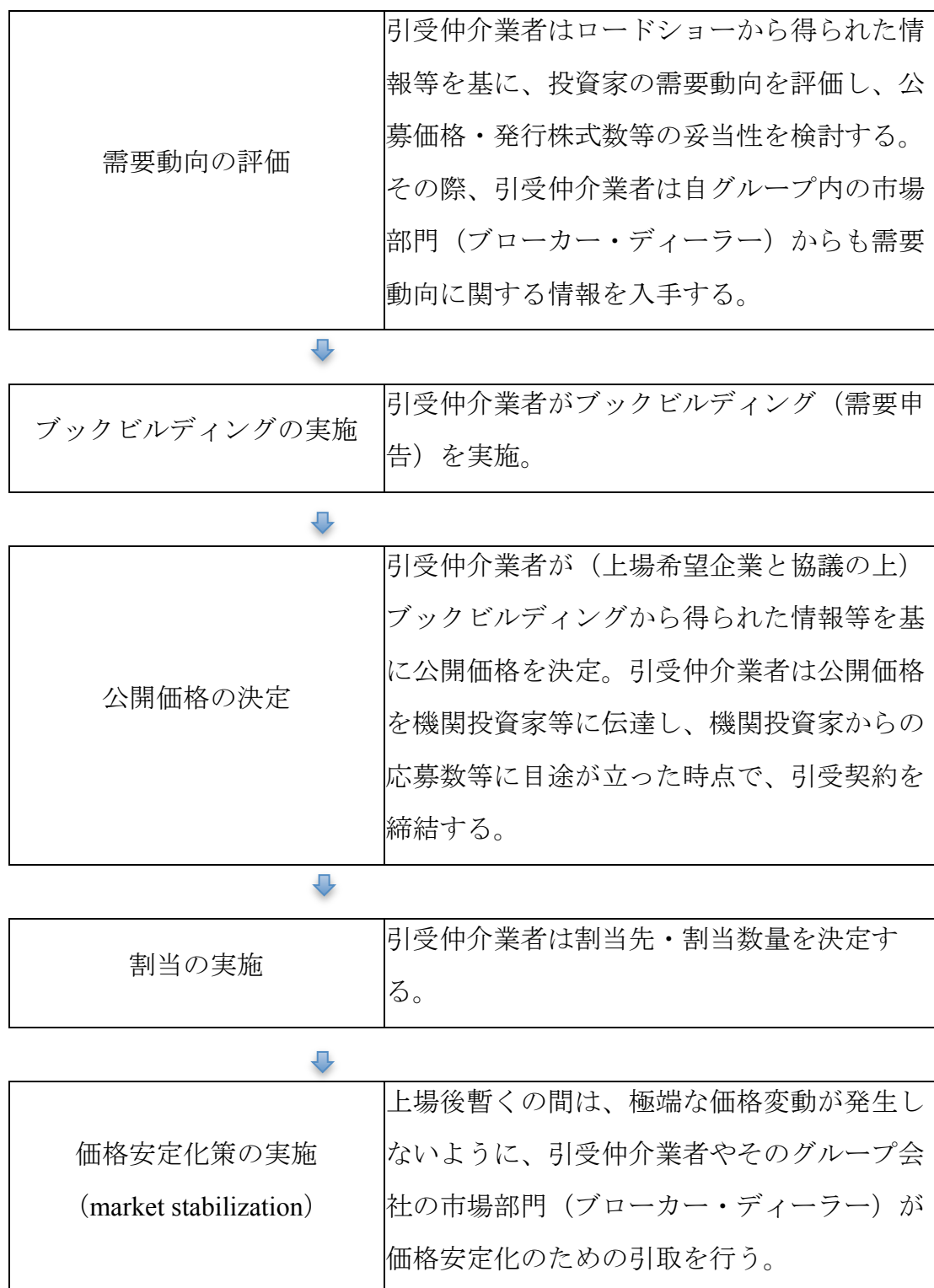


²⁰ (出所) 中国証券監督管理委員会、世界銀行 (HHI 指数は、証券会社の総収入の集中度を計算。中国は 2007 年のデータ、他の国・地域は 2006 年のデータを使用。)

²⁰ HHI 指数とは、市場の集中度を図る指標で、業界各社のシェア (市場占有率) を二乗した上で合計して求める。二人の発案者にちなんで名づけられたもので、英語の頭文字をとって HHI (Herfindahl Hirschman Index) と略される。この数値が大きいほど、また合併などによる数値の増加幅が大きいほど、市場の寡占が進んでいると判断される。2007 年末の中国証券業界の HHI 指数は、と他国と比較して低水準である。これは、中国証券の業界がまだ高度分散の状況にあることを表す。これに対して、国際の成熟市場において、証券会社には小型化、分散化から大型化、多機能化に変遷するというプロセスがある。

資料1 新規公開プロセス

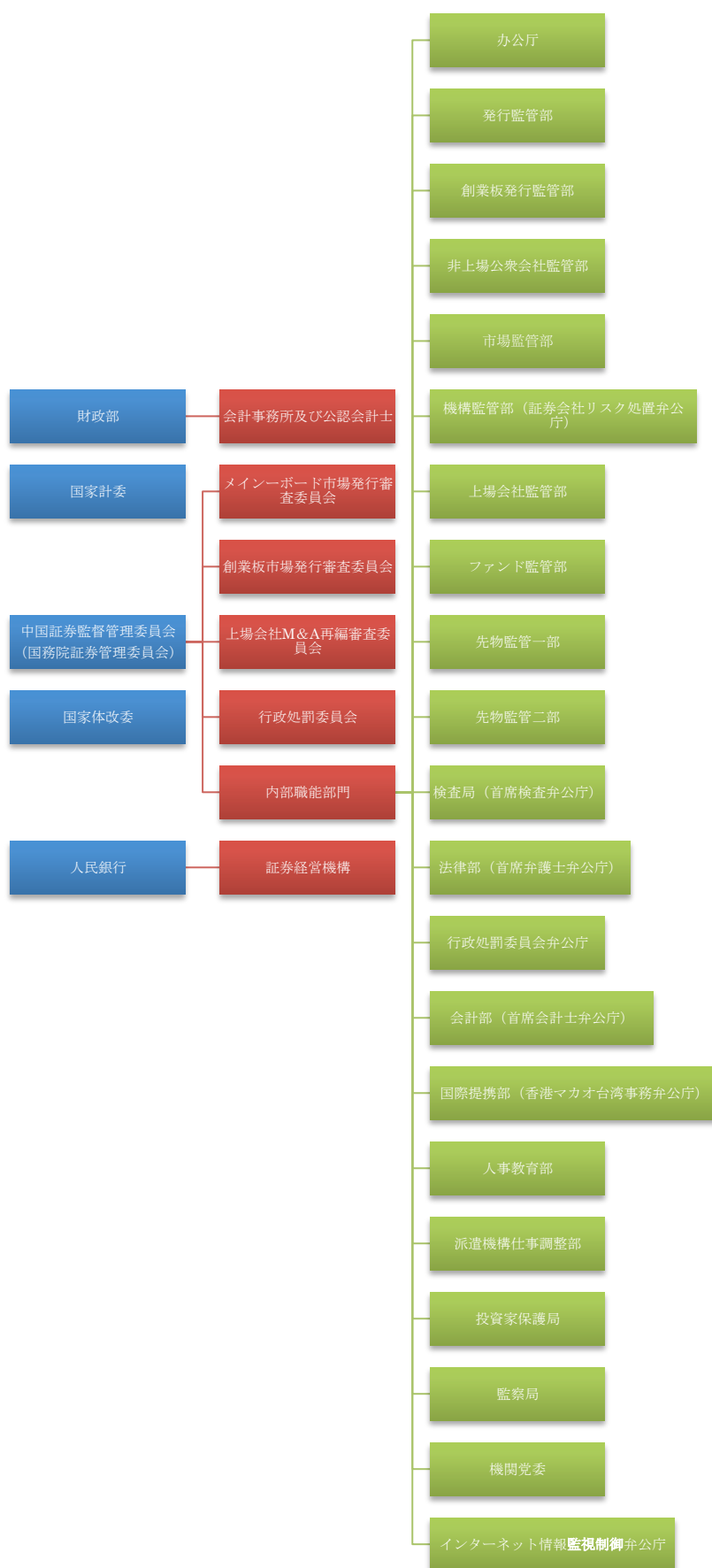


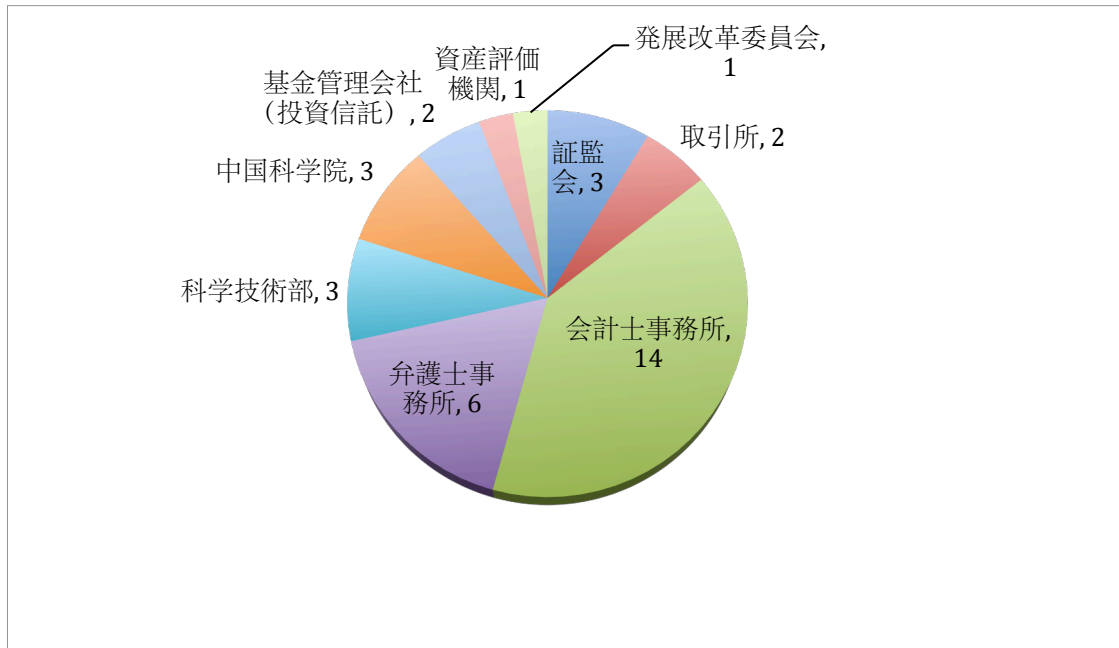


(出所) IOSCO(2007)、岩井浩一²¹

²¹岩井浩一「新興市場と新規株式公開を巡る論点整理—内外既存のレビューと制度設計への示唆—」2010

資料 2 : 中国証券管理体制の概観及び中国証券監督管理委員会組織構造





図表 3 2 : 創業板発行審査委員会の委員内訳 (人数) ²²

「発行審査委員会弁法」について、創業板市場が対象とする企業が、「自主創新（革新）型企業とその他の成長企業」であり、発行条件、情報開示、継続的な監督の点でメインボードとは異なることから、「メインボード市場発行審査委員会」「創業板市場発行審査委員会」「上場会社 M&A 再編審査委員会」それぞれの審査委員会の委員が、他の委員会の委員を兼任することが禁止された。これは、創業板の発行審査委員会の独立性と専門性を高める意図がある。また、創業板上場する企業は、規模が小さく、また数も多いことから、創業板市場発行審査委員会の人数は 35 名となり、メインボードより 10 名増加した。また、技術やマネジメント分野での専門家の委員の比率も増やすことになった。

²² 専職 23 人、兼職 12 人

参考資料

1. 「2011 中国 IPO 市場年度報告」(SINA) 2012
2. 「世界初次株式公開 (IPO) 市場調査報告」(Ernst & Young) 2012
3. 「中国資本市場発展報告書」中国証券監督委員会 2008
4. 「データで読み解くーIPO の世界」ディスクロージャー実務研究会
2005 年 2 月
5. "Why does return volatility differ in Chinese stock markets?," Pacific-Basin
Finance Journal, Su, Dongwei & Fleisher, Belton M., 1999. Elsevier, vol. 7(5),
pages 557-586, December.]
6. 船岡健太「中国の新興市場(創業板)の IPO における株価パフォーマンス」
2010
7. 岩井浩一「新興市場と新規株式公開を巡る論点整理ー内外既存のレビュー
ーと制度設計への示唆ー」2010
8. 忽那憲治「IPO市場の価格形成」2008
9. 金森俊樹「一年半余を経過した中国の創業板ー中国での評価と今後」2011
10. 「中国の株式会社制度と証券市場の生成」財団法人 日本証券経済研究
所 平成 6 年 12 月 10 日発行
11. 陳景善「中国の創業板規制に関する研究ー新規公開発行規制についてー」
季刊 企業と法創造「特集・エクイティなき信託」(2011 年 2 月発
刊) (通巻第二十六号)
12. 齋藤尚登「中国の株式市場制度の新たな動きと 5 年後を見据えた制度改革
の行方」大和総研調査季報 2012 年 秋季号 Vol. 8
13. 李永森「2012 年の中国証券市場の展望」 「資本市場評論」2012 年第 1、
2 期 中国人民大学金融証券研究所
14. 呉曉求「中国の創業板市場：現状と未来」 「資本市場評論」2012 年第 1、
2 期 中国人民大学金融証券研究所
15. 王曉津 余堅「海外創業板市場発展状況及び趨勢研究」2008. 5 深セン
証券取引所総合研究所
16. 董安生 楊嶷 何以 王恩宇 何海寿「中国創業板の発行制度分析」 「資本
市場評論」2011 年第 4 期 中国人民大学金融証券研究所

参考ホームページ

17. 上海証券交易所 <http://www.sse.com.cn>
18. 深セン証券交易所 <http://www.szse.cn>
19. 中国証券監督管理委員会 <http://www.csrc.gov.cn>
20. 国際取引所連合 <http://www.world-exchanges.org/>