

## 〈論 説〉

# 中国株式発行制度の変遷に関する研究

姚 星 明\*

要旨：本研究は、中国における新規公開株の発行制度についての研究論文である。本研究の目的は、中国における新規株式発行の各段階の特徴をまとめ、株式発行制度の問題点を明らかにすることである。

株式発行に関する制度設計は、各国の証券市場発展段階の違いによって異なる。現在、一般的に国際的な新規公開株発行制度は、主に「登録制度」と「許可制度」の二つがある。

しかし、中国の場合、計画経済から市場経済への転換という背景の下で、新規公開株発行制度は、外国と違い、これまで「計画発行制度」、「審査制度」と「許可制度」という三つの制度を設けていた。

2001年に、中国の新規公開株の制度は、審査制度から許可制度に変更された。この株式発行制度の変更は、中国資本市場の改革といわれているが、許可制度は、当時の証券市場に一定の積極的な影響を与えた。しかし、許可制度が誕生して以来、様々な問題点も抱えていると指摘されている。

ここで新規上場企業から問題が出れば、具体的な責任の所在が不明瞭という問題が残されている。そして、中国証券監督管理委員会（以下、証監会と略称）は、上場企業の質を向上させ、資本市場の発展を促進するために、2004年に保証人制度を導入した。

保証人制度は、企業が必ず保証人と保証機構の指導と推薦の下で上場を完成する仕組みである。保証人と保証機構は企業の株式発行及び上場書類の真実性を確認し、株式発行企業が厳格な情報開示制度に基づいて行動しているかどうかをチェックし、保証人と保証機構がその責任を負うことになっている。

この場合は、保証人制度の下で、新規公開株における責任の所在をより明確にし、責任を追及することができるという制度設計になっている。

本研究は、新規公開株に関わる変遷とその経緯を分析し、新規公開株の問題点を明らかにしたいと考えている。

キーワード：新規上場株式発行制度、株式発行、中国证券监督管理委员会、許可制度、登録制度、新規公開株制度改革

**Keywords:** IPO System; Stock Issue; China Securities Regulatory Commission; Approval-Based IPO System; Registration-Based System; Reform Plan of the IPO System

## はじめに

新規公開株（IPO: initial public offering）とは、未上場会社の株式を株式市場において売買可能にするため、株式を新規に公開（公募や売出しによって）することから新規公開株と呼ばれる。

IPOを通じ、企業は証券市場から資金調達することができ、それと同時に、上場企業の知名度や信頼性が上昇し、事業展開の円滑化、人材の確保といった面にもプラスとなる。また、マクロ的に見ても、上場企業は市場の評価、投資家への説明責任などから、組織改革などを通じて企業競争力を強化し、環境問題や企業の社会的責任などにも積極的に取り組むことができると考えられる。

中国の株式市場は1990年より発足し、20年あまりの間で著しい成長を

遂げてきた。しかし、企業が株式市場から資金調達するニーズが拡大する中、中国の株式発行制度は、様々な問題点もある。中国の株式発行制度は株式市場の発展に伴い、当初の「審査制度」から「許可制度」へと移行した。「許可制度」は、許可基準が公開されているが、審査制度と本質的に変わっていない。企業の発行株数、IPO 価格、発行時期といったことには当局が関与している。また、実際の審査については、3 年連続黒字、年平均の黒字額が1,000 万人民币元（以下は元と省略）以上といった条件が設けられ、また、その企業が国家の産業政策に沿っているかどうかということも重要な判断要因になっている。

さらに、現在中国の株式上場制度は、「審査制度」にしる、「許可制度」にしる、根本的には計画経済の産物である。この基本的特徴は、政府はどの会社が上場できるかを定めることができるということであり、この二つの制度が実施されてから、資本市場の発展を束縛し、例えば、上場条件をクリアしているにもかかわらず、上場したい企業が上場できないという弊害をもたらしている<sup>1</sup>。

本研究は、まず新規公開株の審査制度に関する内外の先行研究を概観することを通じて、各国資本市場の新規公開株審査制度を考察し、中国資本市場の制度設計への示唆を整理することであり、また、先進国の制度が中国新規公開株審査制度に与える影響を明らかにする。

本研究では、文献研究、データ分析を用い、分析を試みる。具体的には、文献と法律資料を調べた上で、IPO 制度の変遷を整理し、IPO 制度の問題点を明らかにする。

また、先進国の新規株式発行制度を取り上げ、各国制度の特徴を整理する。それと同時に、中国のデータ分析を通して、中国新規株式発行制度の特徴をまとめる。

## 第1節 株式発行制度の概要

新規株式発行の制度は、各国の証券市場発展の段階の違いにより、主に「審査制度」、「許可制度」及び「登録制度」の三つがある。証券市場の発展とともに、発行制度も徐々に変化している。今先進国の証券市場は、登録制を使用する国が多い（表1）。

表1 各国主な株式発行制度

各国	英国	米国	日本	中国
発行制度	審査・許可制度	登録制度	登録制度	審査・許可制度

（出所）筆者作成。

しかし、中国は計画経済から市場経済へと転換する歴史的な背景があり、新規公開株発行制度は、政府の権限が強い。「審査制度」と「許可制度」を使用した。

### 1.1 審査制度

審査承認制度は通常、証券市場が成熟していない発展途上国で採用される制度である。その基本的な特徴として、証券監督管理機関は新株発行申請人の申込文書の形式を審査するだけでなく、実質的な審査も行う。審査に合格するかどうかは、監督管理機関の裁量によって決まるため、法律の定める条件を満たした申請が承認されないこともあり得る<sup>2</sup>。

審査承認制度は証券市場発展初期において、国が上場企業の安定化を図り、複雑な社会経済関係を調整するため、行政と計画の方法で株式発行の指標と定額を割当、地方政府や業界主管部門が当該指標を基に、企業に株式を発行するよう推薦する株式発行制度である。企業が株式を発行するには、指標と定額を入手することが先決である。

つまり、政府から指標と定額を付与されれば、政府の推薦を得たのに等しく、株式発行は部外者をごまかすための形式的なものに過ぎなくなる。従って、審査承認制度における企業の株式発行の競争の焦点は発行指標と

定額の奪い合いにある<sup>3</sup>。証券監督管理機関は行政の権力で実質的審査承認を行い、証券仲介機構の主な役割は技術指導である。このような背景の下では、株式発行企業が偽装するなどの手口で基準達成と偽り、発行にこぎつけるケースがないとは言い切れないであろう。筆者は、審査承認制度は計画経済から市場経済への転換期・過渡期に生まれた産物であるとみている。

## 1.2 許可制度

許可制度は、実質的審査制度または優劣管理制度とも呼ばれる。証券発行許可制度の要求によれば、証券発行企業は実績状況、十分かつ漏れのない情報公開の条件を満たすだけでなく、証券発行の実質性条件も満たさなければならない。それと同時に、仲介機構、主管部門は申請公開前、発行予定の証券に対して審査と担保を行い、発行企業に証券を発行する資質があるかどうかを判断する。証券監督管理機関は証券法、会社法に基づき、発行企業の申請及び関連資料を審査する権利を持つ。発行企業は許可を受けてはじめて証券を発行することができる。

証券発行許可制度の特徴は、まず、証券法で証券発行企業の発行資格及び証券発行の実質条件を定めている。証券発行企業の資格及び発行条件を確認することで、粗悪証券の発行をできるだけ阻止する。従って、企業の規模や経営能力が十分でも証券を公開発行できるわけではない。法定資格を持ち、法定条件を満たすことができる発行企業のみが証券を発行できるのである。次に、証券監督管理機関は証券の発行について独立審査権を持つ。正確にいうと、証券監督管理機関の役割は法律規則の確実な実施を保証することであり、審査の中で、発行企業の資格、条件などが法律の規定と合致していないことを発見したとき、その発行を禁止しなければならない。発行企業の資格及び条件が証券法の規定を満たしていても、証券監督管理機関は証券発行を許可しないこともできる。最後に、証券監督管理機関は、証券発行申請を許可した後に、他の何らかの違法行為が存在してい

ると認めたとき、発行企業に対する責任を負わずに、許可と承認を取り消すことができる<sup>4</sup>。

### 1.3 登録制度

登録制度は、「公開原則」、「届出制」、「形式審査制度」とも呼ばれ、政府が発行企業の証券発行に対して、事前の実質性審査を行わず、申請書類を形式的にのみ審査することをいう。発行企業は届出を出してからの一定期間内に、監督管理部門から異議を出されていなければ、証券を発行することができる。

登録制度はマーケットイゼーションがかなり進んで成熟した証券市場で一般的に採用される発行制度である。発行申請人が株式を発行するとき、公開する各資料を十分、客観的、完全、正確に証券監督管理機関に届け出ると同時に、投資家の理解、判断と選択に情報を提供するために、各資料を公に公開しなければならない。証券監督管理部門は証券発行行為及び証券そのものに対して価値判断も実質条件の確認もせず、公開資料を形式的に審査するのみである。発行企業が規定に従って関連資料を完全公開さえすれば、監督管理部門は発行企業の財務状況などを理由に発行を拒否することができない。

つまり、一定の時間内で、届出書に対する異議がなければ、登録発効待ち時間満期後、証券発行の登録が有効になり、発行企業は証券を発行することができる。

証券監督管理機関は届出及び各種資料の真実性、正確性、完全性と時限性に対して規定に合致しているかどうかについて、形式的な審査を行うが、発行会社の質の判断は証券仲介機構に委ねる。この制度は公開原則を重んじ、発行企業、証券仲介機構と投資家への要求がいずれも高い<sup>5</sup>。証券監督管理機関の公布した証券発行の必要条件を満たせば、どの企業も証券を発行することができる。

以上の「審査制度」、「許可制度」及び「登録制度」を比較した内容は、

以下の通りである（表 2）。

表 2 株式発行制度の比較

比較内容	審査制度	許可制度	登録制度
発行枠	あり	なし	あり
発行上場基準	あり	あり	あり
主な（保証）保証人	政府か業種主管部門	仲介機構	仲介機構
発行に実質判断する主体	証監会	仲介機構 証監会	仲介機構
発行監管性制度	証監会が実際に審査	仲介機構と証監会が審査職責を分ける	証監会形式上審査 仲介機構が実質に審査
マーケットイゼーション程度	行政体制	徐々にマーケットイゼーション	完全にマーケットイゼーション

（出所）中国証券監督管理委員会のホームページより筆者作成、  
[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztzl/xgftztzg/xgfbjcl/201307/t20130703\\_230244.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztzl/xgftztzg/xgfbjcl/201307/t20130703_230244.html)）。

## 第 2 節 中国における株式発行の概況

### 2.1 株式発行の目的と中国の上場企業数

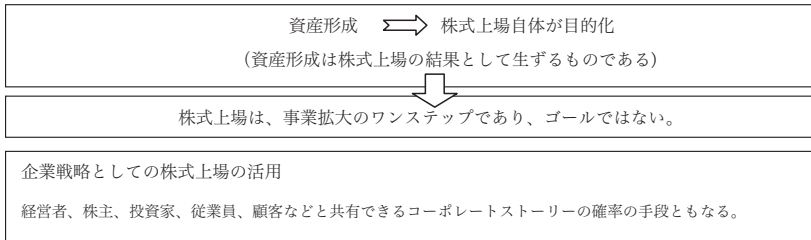
株式上場の目的について、企業の形態により目指すものは違うが、一般的に表 3 のことが言われている。

表 3 が示すように、もし企業が上場に成功したら、企業に多くのメリットと利益が得られる。中国では、2014 年から、IPO の企業数と IPO の募集金額が上昇している（図 1）。

2017 年には上海・深圳証券市場の IPO が 438 件あり、今まで A 株市場<sup>6</sup> IPO 数の最高記録を創り、2016 年より 93% 増え、融資規模が 2351 億元に達し、2016 年より 56% 増えた<sup>7</sup>。

表 3 株式上場企業のメリット

資金調達能力の拡大	⇒	財務体質の強化	⇒	自己資本比率の向上
知名度の向上	⇒	優秀な人材の確保	⇒	組織の活性化・強化
企業イメージ、 ブランド力の向上	⇒	商機の拡大	⇒	新規顧客・事業の拡大
事業承継（創業者から後継者へ）		⇒	後継者のブレン育成	
企業経営の見直し	⇒	企業基盤の強化	⇒	第三者の客観的評価向上



(出所) 株式会社サクセスサポートホームページ (<http://ss-ipo.co.jp/ipo/ipo.htm>) より。

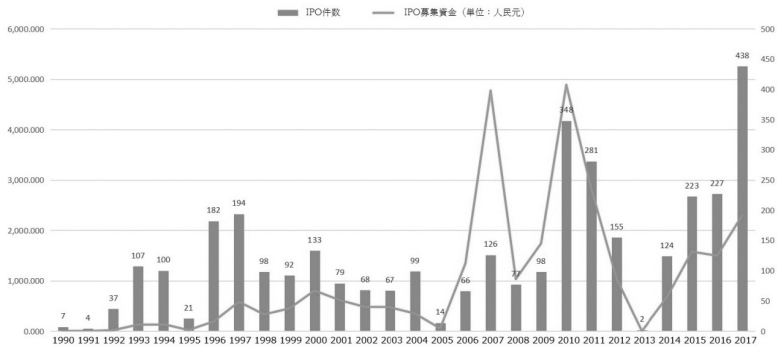


図 1 A 株 IPO 件数と IPO 募集資金の推移

(出所) WIND より筆者作成。



## 2.2 中国の株式発行の監督管理機関

中国新規株発行制度を紹介する前に、中国の金融機関と監督管理機関を紹介する必要がある。中国では主に銀行、証券、保険による業態別の経営が行い、また業態別による監督管理を行う金融制度である。政府は、政策銀行、商業銀行、証券会社、保険会社に投資している。銀行、証券、保険業を監督管理する機関は、中国銀行業監督管理委員会、中国証監会及び中国保険監督管理委員会である。中国人民銀行が中央銀行として金融政策の制定及び執行の責任を負うとともに、金融業に対する監督管理も行っている。金融機関と監督管理機関の関係は、図2の通りである。

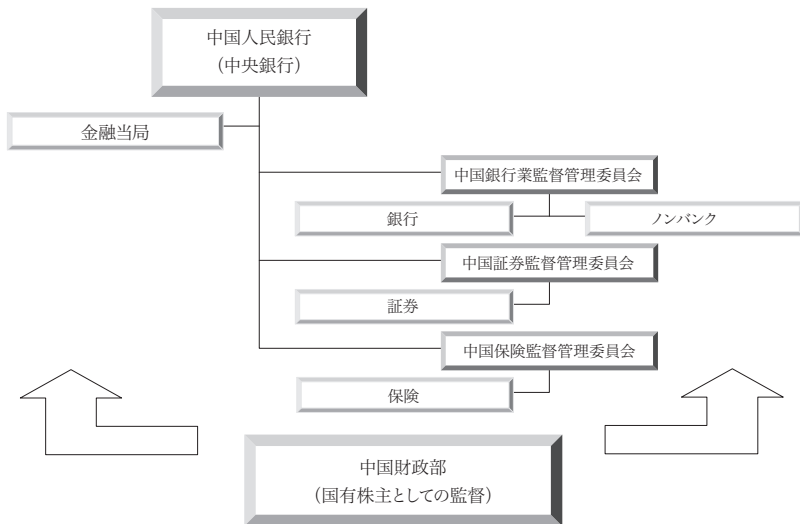


図2 金融機関と監督管理機関の関係

（出所）中国人民銀行編著『金融知識国民読本』（2007年1月第1版）付録1より。

証監会が公開した「中国証監会概要」（2009）によると、証監会は国務院に直属し、法律と規範に従い、国務院に認可され、全国証券・先物市場を監督し、証券・先物市場の秩序を維持し、合法運行を保障する機関である。

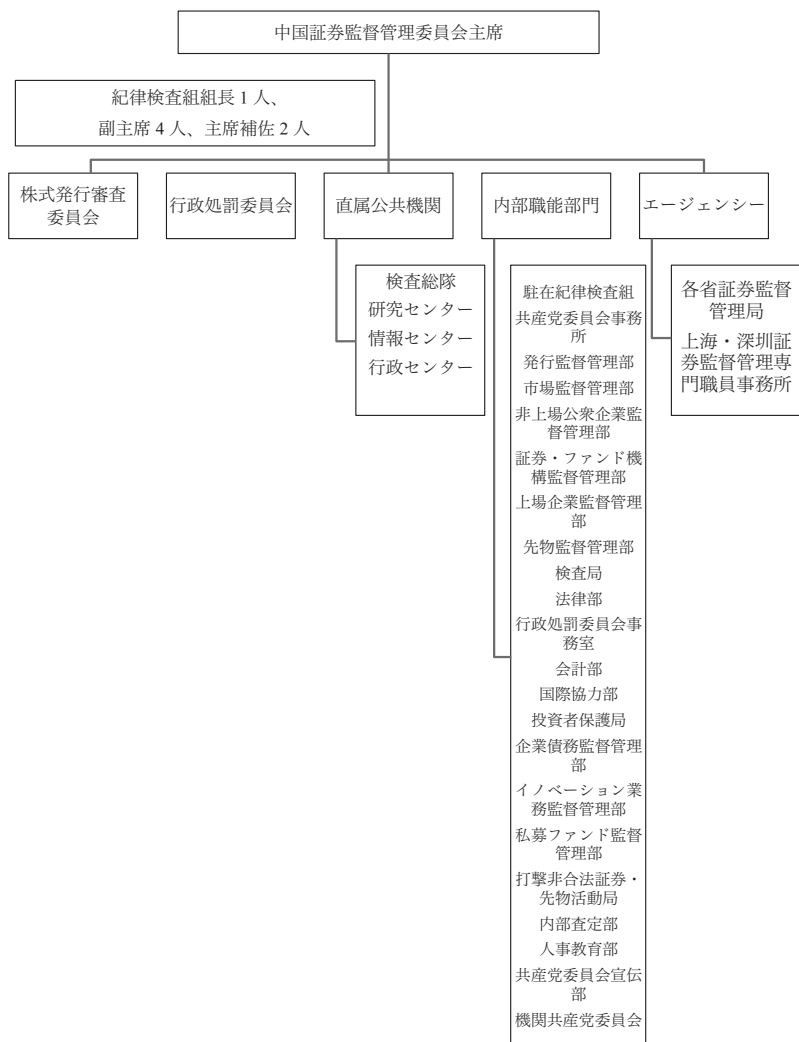


図 3 中国证券监督管理委员会組織構造

(出所) 中国证券监督管理委员会「組織結構」より筆者作成。

中国証監会は北京にあり、主席 1 名、副主席 4 名、紀律委員会書記 1 名、主席助手 2 名という人員構成である。証監会には職能部門 21 個、検査隊一つ、センター三つが設置されている。そして「中国証券法」第二十二条の規定により、証監会は発審委をも設置しており、委員は中国証監会の専門スタッフと証監会以外から採用された専門家が担当している（図 3）<sup>8</sup>。

### 2.3 中国における株式発行の現状

中国の上場企業は、上海証券取引所と深圳証券取引所のいずれかに上場している。上海証券取引所の上場企業は、規模の大きい国有企業が多いのに対して、深圳証券取引所の上場企業は規模の小さい新興企業が多い<sup>9</sup>。証監会は上海・深圳証券取引所と全ての上場企業を監督・管理している。また、証監会の機能は証券先物市場の方針・政策や発展計画などを立案し、証券先物市場に関する法律、規範を起草し、修正の意見を提案することである。そして、証監会は証券先物市場への監督に関する規則などを制定することもできる<sup>10</sup>。すなわち、中国政府と証監会は、証券市場の規則を制定し、それを裁量することができる。

一方、米国では、新規株式発行と上場の審査主体は様々であり、例えば米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission、略称：SEC）、各州の証券監督部門と各証券取引所など。これらの部門の監督責任と範囲も異なり、SEC がすべての地域で発行した証券を審査する。各州の監督本部が自州だけで発行した証券を審査する、各証券取引所が当取引所で取引する証券を審査する。且つ、米国「National Security Improvement Act」（「米国証券市場改善法」）では、ある全国市場で発行した証券は各州証券監督部門の監督を受けないことが規定されている<sup>11</sup>。これは、中国証監会が全中国で発行した証券を監督すること及びすべての証券取引所の審査原則と規則を制定することと完全に違うところである。

また、英国では、発行と上場は分離している形である。企業が株式を発

行するだけで、取引所で取引させない場合であれば、実質的な審査する必要はない。もし企業が発行する株式を取引所で上場すれば、この株式は英国上場委員会とロンドン証券取引所の二重審査を受けなければならない<sup>12</sup>。しかし中国では、証監会がすべての取引所を管理し、すべての審査基準を制定するかたちである。

ここで、中国と米国、英国の相違を比較した上で、中国の新規株発行制度を見てみよう。証監会が改正した中国の新規株発行体制から見ると、その制度は主に三つある。それは、新規株発行審査許可制度、新規株発行定価方式と新規株発行配給方式である。具体的な内容は、以下の表4の通りである。

すなわち、中国の新規株式発行制度は、多部門監督管理（1990–1992年）、審査制度（1993–1998年）、許可制度（1999–現在）という三つの段階を経た。特に、2004年の許可制度の下で、導入した推薦保証人制度は、責任体制を強化すると言われているが、その実態はどうなっているかを調べる必要があると考えている。

表4 中国株式発行制度の変遷

年度	発行審査制度		発行定価方式	発行配給販売方式
1990	多部門監督管理		額面での発行、数量限定新株認購証、数量無制限の認購証販売	自社発行
1991				
1992				
1993	審査制	総量規制と割当管理	直接定価	銀行貯金と連動、数量無制限の認購証販売
1994–1995			ネット決定価格、競売試行、直接定価	ネット決定価格、競売試行、全額前払、銀行貯金と連動、数量無制限の認購証販売
1996–1997		総量コントロール	直接定価	ネット決定価格、全額前払、銀行貯金と連動、数量無制限の認購証販売
1998				ファンド向け割当発行・販売、ネット決定価格、全額前払、銀行貯金と連動、数量無制限の認購証販売

1999	許可制	引受件数枠の配分	引合方式を試し、直接定価	法人とファンド向け割当発行・販売、ネット決定価格発行
2000				流通市場の投資家と法人向け割当発行・販売
2001			ネット累計入札引合、ネット競売再試行、引合方法試行、直接定価	ネット競売割当発行再試行、法人とファンド向け割当発行・販売、ネット定価発行
2002			ネット累計入札引合、引合方法試行、直接定価	時価で新株を割当発行販売、流通市場の投資家と法人とファンド向け割当発行・販売、ネット定価発行
2003				
2004		引受件数枠の配分、保証人制度	直接定価	
2005		推薦保証人制度	引合制度の確立 引合制度を整える	割当発行・販売制度を整える流通市場の投資家と法人とファンド向け割当発行・販売
2006－2011				割当発行・販売制度を整える ネット定価発行
2012			多元化定価方式、引合制度の確立及び整える	
2013－2014			多元化定価方式	

（出所）孫亮（2016）より筆者整理作成。

### 第3節 中国の株式発行における三つの段階

新関、兪（2016）の研究は、中国の株式発行制度を三つの段階に分けている。それは、「規則なし」、「政府主導」、「政府審査許可」という三つの段階である（表5）。以下は、この三つの段階を説明する<sup>13</sup>。

表 5 中国の新規公開株の制度

時期	制度	政府の役割	上場実績
1980年代半ば- 1992年末  規則なし	無規則	株式市場の集中管理が行われる。 1992年10月 国 務 院証券委員会、中国証券監督委員会が誕生する。	1991年12月ま で に中国全国の株式 会 社 は3,220社、内株公開発行の会 社 は89社。 1992年12月までに 上海・深圳取引所 の 上 場 会 社 は53 社、発行済株式数 は73.21億株。
1993-1995年  政府主導	審査制度 「枠管理」	政府が毎年発行株 数を計画・管理す る。 1993年は50億株、 1995年は55億株を 発行できることを 規定する。	政府は約200社の 企業を指定し、上 場枠を与える。 資金調達額は約 400億元。
1996-2000年	審査制度 「指標管理」	1996年は150億株、 1997年は300億 株 を発行できるこ とを規定する。 1997年7月1日「証 券法」を実施する。	政府は1,000社の 国有企業の上場枠 を決定する。 業界大手企業の上 場を優先させ、約 700社が上場、資 金調達額は約4,000 億元超え。
2001-2004年  政府審査許可	許可制度 「通道制」 (引受件数枠の配 分)	総合型の証券会社 に、規模に応じた 「通道（主幹事と して上場を担当で きる会社数）」を 与える。	上場会社は約200 社、資金調達額は 2,000億元超え。
2004-	許可制度 「保証人制度」 (スポンサー制)	新規上場の是非を 個別に審査、認可 する。	2013年ま で に 上 場 会 社 は1,160社、 資金調達額は1兆 7,876億元。

(出所) 新聞三希代、龔傑 (2016) を参照。

### 3.1 無規則の段階（1980年代半ば-1992年末）

第一段階（全無規則の段階）は、1980年代の半ばから中国証券監督委員会が設立された1992年10月までの期間である。この期間、改革・開放以降の80年代初頭において、一部の中小の国有企業や集団所有制企業は、生産規模を拡大するため、設備投資などの資金需要が増えた。しかし当時、これらの中小企業は、政府からの財政投資や銀行融資が難しいため、先進国で普及している株式会社制度を学んで、株式を発行して資金調達する実験が始まった。

しかし、新規上場に関する具体的な規則がなく、実際の監督管理制度もなく、上場する企業の所在地における地方政府主導で行われていた。各地方政府には統一の審査基準がなく、審査の一貫性に欠ける問題が深刻になり、市場秩序の乱れをもたらし、独立した監督管理の機構を求める声上がり、中国証券監督管理委員会を設立する契機となった。そこで、新規上場の規則作りが急務となり、1992年10月に中国証券監督委員会が誕生した<sup>14</sup>。

### 3.2 政府主導の段階（1993-2000年）

第二段階（政府主導の段階）は、1993年から2000年までの期間である。中国証監会の誕生以降、1993年4月22日、國務院が「株券発行と取引管理暫定条例」（以下「暫定条例」）を公布した。これは中国証券市場初めての法規性条例が実施され、この条例の第二章にて初めて株券の発行に関する法律上の規範を定めた。

地方政府が主導した新規上場は、中央政府による集中管理となった。具体的に、政府は国有企業の中で標的企業を選出し、発行株数や公募価格まで決めていた。この段階で約900社の国有企業が上場し、資金調達額は約5,000億元となった。しかし、政府が選んだ企業しか上場は許されず、業績悪化による資金繰りが苦しい国有企業を救う手段として頻繁に使われて

いた。そのため、市場の効率性が低下し、中国株式市場の発展にダメージを与えることになった。

### 3.3 政府審査許可の段階（2001–現在）

第三段階（政府審査許可の段階）は、2001年以降現在までの時期である。2001年に新規株発行審査制度と許可制度が同時に実施された。一方、以前の審査制度の下で、すでに地方政府や中央企業から分配された新規株発行枠の企業がいつもの通り証券管理部門に申し込みを提出する。もう一方で、2001年3月から、一年間上場業務指導を受けた企業が新たな発行許可手続きにより、アンダーライターに申し込みを提出する。これも中国株式発行監督が許可制度に変更する時期である。

とりわけ、大きな転換点が2004年にある。2001年から2004年までに新規上場市場の効率性向上を図るため、それまで政府に決定権があった発行規模（発行株数や公募価格）に関して、証券会社が決定できるようになった。具体的に、今まで政府は証券会社の規模に応じて、各証券会社の上場配分枠を決めていた。2004年以降、この配分枠が撤廃され、証券会社の推薦保証（日本の主幹事にあたる）による上場に転換した。このように、比較的に自由になっている中国 IPO 市場は大きく発展し、2005年から2013年までに1,160社が上場し、その資金調達額は1兆7,876億元に達した<sup>15</sup>。

## 第4節 中国株式発行の時期区分

また、中国の新規株式発行制度は、その審査の内容からみると、4つの時期を経たと考えられ、図4のように区分する。ここで、新規株式発行の各時期の特徴をまとめ、株式発行制度の問題点を明らかにする<sup>16</sup>。



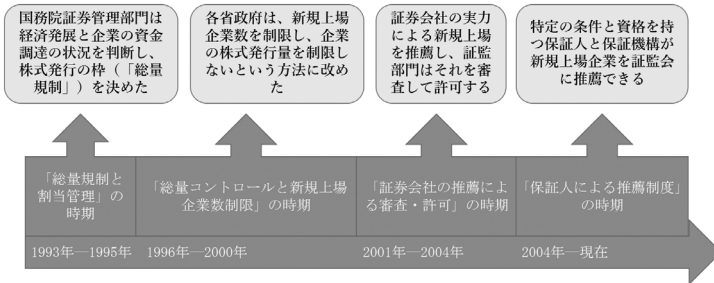


図4 中国の株式発行における四つの時期

（出所）辜（2011）に基づいている筆者作成。

#### 4.1 総量規制と割当管理の時期（1993–1995年）

中国株式市場が形成された90年代の初期段階では、計画経済の影響がまだ残され、株式発行は、基本的に許認可制の下で、「総量規制と割当管理」になっていた。すなわち、国务院証券管理部門は、経済発展と企業の資金調達の状況を判断し、株式発行の枠（「総量規制」）を決め、その発行枠を各省に配分する仕組み（「割当管理」）であった。当時、1993–1995年の3年間は、株式発行枠を105億元と決め、具体的に1993年は50億元、1995年は55億元に分けられた。この「総量規制と割当管理」の発行方法は、「胡椒ふりかけ現象」（「撒胡椒面」）と批判された。つまり、各省政府はわずかな株式発行枠を得た後、できる限りより多くの管轄企業に発行枠を配分したいという行動を取り、大企業の上場に不利になり、資源配分の効率性が問われた。

#### 4.2 総量コントロールと新規上場企業数制限の時期（1996–2000年）

以上の資源配分の効率性を改善するため、96年以降、各省政府は新規上場企業数を制限し、企業の株式発行量を制限しないという方法に改めた。この発行方法は、新規上場企業数が限定されたため、無理の吸収合併（「捆绑上市」、「拉郎配」）が横行する現象が現われた。各省の企業は、よ

り多くの資金を調達するために、以上のような非合理的な吸収合併を行った。

#### 4.3 証券会社の推薦による審査・許可の時期（2001–2004年）

2001年から2004年までの時期は、「引受件数枠の配分」の時期とも呼ばれる。この時期には、証券会社が企業の業績によって新規上場を推薦し、証券監督部門はそれを審査して許可することになった。しかし、この発行方法は、計画経済による発行枠を止めたが、たとえ新規上場企業に問題が生じて、具体的な責任の所在が不明瞭という問題が残されている。

#### 4.4 保証人による保証人推薦制の時期（2004–）

2004年からは、「スポンサー制」の時期とも呼ばれる。新規上場企業の責任所在をより明確にするため、保証人による保証人推薦制を導入した。この制度は、保証人と保証機構という二つの部分が構成され、特定の条件と資格を持つ保証人と保証機構が新規上場企業を推薦できる。この制度は、イギリスなどの先進国の経験を参考にして考案された制度である。もし新規上場企業に問題が生じれば、保証人と保証機構が責任を取る仕組みになっている。

新規株式発行制度の変化は、90年代の計画経済の影響による発行制度の設計があったが、2000年代に入ると、先進国の株式発行制度を参考にし、より市場経済的な方法を取り、保証人による保証人制度を導入した。その過程では、責任の明確化が、制度設計の主軸であったと考えられる。

### 第5節 中国における株式発行制度の改革

権力があるところにレントシーキングが必ずある。新規株式発行審査制度が中国証券市場の基礎を構築したが、上場する条件を満たしていない数多くの企業の上場が流通市場の投資家を苦しめている。そのため、証監会

が度々に株式発行体制の改革を推進してきた。以下は、中国の株式発行における数回の改革を振り返ることにする。

## 5.1 政府による集中管理制度及び審査制の改革

### 5.1.1 従業員購入及び新株抽選券の限定販売（1992年以前）

この時期の株式発行は、額面での発行が特徴であり、その発行対象は、内部従業員と地元の人々が中心である。また、株式発行は、証券会社に委託せず、会社が自分で売ることである。これは、A株初期段階で最も早い時期の発行制度であった。しかし、新株抽選券は、株式ブームの当時、にわか成金の代名詞だったが、自社の従業員株という問題を残した。上記2つの新株発行方式は効率が低く、関わる人が少ないため、淘汰された。

### 5.1.2 従業員購入対象者の拡大（1992年）

1992年12月、国務院が「国務院証券市場マクロ管理のさらなる強化に関する通知」を公布し、数量無制限購入証販売抽選方式を発表した<sup>17</sup>。

### 5.1.3 銀行預金口座に連動（1993年）

1993年8月、国務院証券委が「1993年株式発行・販売と購入弁法」を発表した。同弁法は、数量無制限抽選券の販売申請と銀行預金口座とを連動する発行方式を認めた<sup>18</sup>。これまでの新株発行における不正を是正・改善した。

### 5.1.4 ネット売買と競売の試行（1995年）

証監会は、証券口座と銀行預金口座との結び付け方式を引き続き採用すると同時に、ネット決定価格を推奨し、ネットで自動競売することを認めた。ただ、上記2つの方式では、新株発行のとき、地区間に大量の資金移動が発生しやすく、新株発行の効率も低いと考えられる。

### 5.1.5 全額前払（1996年）

1996年12月、証監会は「全額前払」方式に、「全額前払、比例割当販売、残金即返還」と「全額前払、比例割当販売、残金の預金への移転」という二つの方式を認めた。

このやり方は抽選券発行の高いコストの問題を解決し、また預金口座とリンクしない時、多くの発行資金が長期占用され、この問題も解消できた。ただ、他地域購入者の資金移動が難しい、中小投資家の持株比率が比較的少ない、といった問題が解決できていないと指摘されている。

#### 5.1.6 ネット販売と対法人割当販売（1999年）

1999年7月に、証監会は「株式発行方式のさらなる充実に関する通知」を発表し、戦略投資家制度を導入した。それによると、会社株式総額が4億元未満の会社は、ネット発行値を決め、全額前払または預金口座と連動する方式で株を発行できる。会社株式総額が4億元以上の会社は、一般投資家のネット発行と対法人割当販売という二つの方法で株を発行する<sup>19</sup>。

しかし、この方式は証券市場の価格発見機能の健全化と機関投資家の育成が目的だったが、レントシーキングが発生しやすい。一部の発行企業は割当販売権の特権として取引し、本当の戦略関係がある戦略投資家を選択しない。一部の機関は株式保有期限の約定を守らず、新株を無断転売する不正行為に走ったとされている。

### 5.2 審査・許可制の改革

#### 5.2.1 ネット競売方式（2001年）

証監会は2001年5月に、「新株発行ネット競売方式指導意見」を発表し、ネット競売が新株発行方式に必要な補充としてはじめて認めた<sup>20</sup>。この方式は不正の操作を減少し、規約違反行為とブラックボックス操作行為の発生を防ぐことができる。ただ、株式発行価格が市場の購入申請状況のみによって決まるため、新株発行価格の高騰現象が起きやすい。そのため、この方法の長期採用は難しいとされている。

#### 5.2.2 時価による新株割当（2002年）

新株発行価格のネット値による発行の中で、購入申請専門業者が発行市場を独占したことで、流通市場の投資家が不公平な扱いを強いられたため、2002年5月に証監会は「流通市場投資家向け新株割当販売関連問題

についての補充通知」を全面実施した。この通知では、上海と深圳 2 つの流通市場の投資家は、ネット抽選で自動的に新株を購入することができる」と規定した<sup>21</sup>。

しかし、時価による新株割当販売は、新株発行マーケタイゼーションとの間に矛盾が生じており、発行市場の需要を十分反映できず、需給システムの歪みが生じ、発行市場の価格決定メカニズム機能の弱体化をもたらした。

株式市場改革の推進に伴い、上場企業の株式は、次第に全流通できるようになり、時価割当の販売制度の基礎が崩れていくが、資金量による発行申請購入が必要になったと指摘されている。

### 5.2.3 IPO 引合制（2002年）

2004年12月に、証監会は「初回株式公開発行における引合制度の試行に関するいくつかの問題についての通知」を発表した。ここで、引合は、最初の引合と累計入札引合の 2 段階に分ける。この場合、最初の引合は発行価格区間を確定し、累計入札引合は発行価格を確定するという方法を取っている<sup>22</sup>。

## 5.3 保証人推薦制の改革

### 5.3.1 IPO 引合制とネット決定価格方式（2006年）

2006年9月に、証監会は「証券発行と有価証券の引受け管理弁法」を発表した。初回株式公開発行における引合、価格決定及び株式割当販売などを重点に規範化を図り、引合制度を充実させた<sup>23</sup>。そして、2004年のIPO 引合制＋ネット決定価格方式が確立され、今も実施されている。

今回の改革は、機関投資家の引合メカニズムを構築することが目的であった。同時に、この発行モデルは、機関投資家を重視する発行モデルであり、ここで、資金量の大きさが新株を割当るのが最重要な原則である。

現行の発行制度は、株式市場に多くの積極的な役割を果たしており、国有企業などの優良企業の A 株市場の上場に有利に働いているが、以下の重

大欠陥もある。

まず第一に、引合は形式的なものになりやすく、新株発行価格が必ずしも株式の本当の価値を反映していない。

第二に、公平な原則に違反している。機関投資家がオフライン申請購入の優位性を持っているため、機関投資家に甘すぎるという弊害が存在している。

第三に、大量の資金が新株の購入に流れる。

第四に、最も重要なのは、現行発行制度は同一会社の国内外発行価格が違い、流通株式の比率が低く、新規株式の発行量の制限がないなどの問題が存在する。

### 5.3.2 行政指導の弱体化（2009年）

証監会は2009年6月に、「新株発行体制のさらなる改革と充実についての指導意見」を発表した。それは、主に以下4つの措置を実施した。

(1) 引合と申請購入の見積限定メカニズムを充実させ、さらにマーケットイゼーションの価格形成メカニズムを促進する。

(2) ネット発行メカニズムの最適化を実現している。これは、オンラインとオフライン申請購入参加者を分ける。株式発行のとき、オンラインあるいはオフラインのいずれか一つの方法を選択しなければならない。オフラインで見積、申請購入、割当販売に参加する者はオンラインでの購入は認めない。

(3) オンラインでの申請購入アカウントに上限を設けている。発行企業及びそのアンダーライターは、発行規模と市場の状況を踏まえ、オンライン申請購入アカウントの購入上限を設定する。そのときにオンライン発行株数の千分の一を超えてはならないことが基本である。

(4) 発行企業及びそのアンダーライターは、新株投資リスク特別公告を登載し、発行市場のリスクを十分示し、投資家が当該会社の実施可能性について理性的に判断した上で投資するよう促す。証券経営機構は措置を講じて、投資家に新株購入のリスクを提示しなければならない<sup>24</sup>。

指導意見の実施は新たな新株発行体制の改革をスタートさせた。そのうち、価格決定と発行有価証券の引受け方式が二つの重要なことを改善があった。改革の方向は、制度の充実で発行量の限定を強化し、発行企業、投資家、アンダーライターなどの市場主体がそれぞれの役割を確実に果たすことを促すことで貢献していると考えられる。

### 5.3.3 引合参加機構の拡大と情報透明の向上（2010年）

これまでの新株発行体制改革は、様々な措置が実施され、マーケット化が改革の方向として社会から認められ、発行体制改革を推進することが市場から評価されている。これらの措置は、次のステップの改革に条件を与えた。2010年10月、証監会は「新株発行体制改革の深化についての指導意見」を発表した。改革は第二段階に突入した。具体的な改革措置は以下のとおりである。

(1) 中小企業新株発行において、発行企業及びそのアンダーライターは発行規模と市場状況を踏まえ、オフラインの割当販売量を合理的に設定し、引合対象による価格決定を促進する。

(2) 主要なアンダーライターは、価格決定能力の高い長期投資意向を持つ機関投資家にオフライン引合割当販売を推薦する。

(3) 主要アンダーライターは、機関投資家向け説明会の段階で引受対象に発行株式の具体的状況を開示しなければならない。例えば、推定価格、発行企業の同業界比較可能上場会社の株価収益率またはその他類似指標である。

(4) バックメカニズムと発行中止メカニズムの充実。発行企業及びその主要アンダーライターは発行規模と市場状況を踏まえ、有価証券の引受けフローを設定し、リスクを効果的に管理しなければならない<sup>25</sup>。

以上の措置は、行政による関与を減少した上で、株式有限公司の株式発行と上場取引の基礎的制度を健全化させ、各市場主体の役割分担を明確化し、新株価格が会社価値を真実に反映することを促進した。

### 5.3.4 監督管理と罰則制度の強化（2012年）

発行市場と流通市場の協調・健全な発展を図り、投資家の合法的權益を確実に守るため、証監会は2012年4月、「新株発行体制改革のさらなる深化に関する指導意見」を発表し、引受範囲と割当販売比率を適切に調整し、価格決定メカニズムを充実させるとした。具体的な措置は以下のとおり。

(1) 規則の充実、責任の明確化、情報開示の真実性、正確性、十分と完全性の強化

A. 発行企業は情報開示の第一責任者として、誠実義務の行動準則を常に順守しなければならない。その基本的な義務と責任は、保証機構、会計士事務所と弁護士事務所などの仲介機構に真実、完全の財務会計資料・その他資料を提供し、仲介機構によるデューディリジェンスに全面的に協力することである。発行企業の大株主、実際のコントローラーはその地位または関連関係及び何らの条件を利用して、発行企業に虚偽の情報を作らせたり、重要情報を隠させたりしてはならない。

B. 保証機構は業務規則と業界規範を遵守し、誠実義務を守って責任を確実に履行しなければならない。発行企業の申請文書と出資募集説明書などの情報開示資料を丹念に確認し、それらの資料に発行企業の基本情報とリスク要因を客観的に反映するよう、発行企業に促すとともに、その他仲介機構からの意見を適宜検査する。

C. 弁護士事務所は弁護士としてのモラルや従業規律を守り、検査と検証義務をまじめに履行し、発行企業が合法的に存続し、法律法規を順守して経営していることに関する情況、問題点とリスクを完全かつ客観的に反映する。発行企業の出した文書の真実性、正確性、充分性と完全性に責任を負う。条件が整った弁護士事務所が出資募集説明を作成するよう提唱し、奨励する。

D. 会計士事務所は業務品質管理の需要を踏まえ、再検査制度を含む品質管理制度とプログラムを制定する。登録会計士は会計監査関連業務を行



うとき、従業準則と会計士事務所品質管理制度を厳格に順守し、リスク評価などの重要会計監査プログラムが確実に実施されることを保証する。財務異常情報を敏感に察知し、管理層の不正行為や利益粉飾行為が発生することを防ぐ。会計士事務所及びその署名登録会計士は従業準則を厳格的に守りながら、会計監査報告、審査報告その他保証報告書を作る。

E. 資産評価機構、信用レベル評定機構などのその他仲介機構は、関連法律法規、業界従業準則の要求により、職責をきちんと果たし、独立を守り、判断した上専門意見を出す。

F. 財務情報開示の質を向上するため、発行企業及びその大株主と実際コントローラー、会計士事務所、保証機構の財務会計資料提供、従業規範審査、補導、デューディリジェンスなどにおける責任をさらに明確にし、粉飾行為を徹底的に抑制する。

G. 発行企業は健全な会社運営構造を構築し、内部管理制度を充実させ、株主、特に中小投資家の合法的權益を効果的に保護するメカニズムを確立する。出資募集説明書で会社運営構造及び運営状況を詳しく開示する。保証機構、弁護士事務所、会計士事務所などは補導、審査などの業務を通じて、発行企業の運営構造及び内部管理制度の有効性について意見を出す。

H. 新株資料の事前開示のタイミングをさらに早め、発行申請受理と同時に出資説明書を開示することを段階的に実現する。透明度を高め、一般投資家と社会各界による監督を強化する。

I. 会社上場の過程において、関連部門の意見を募集する段階では、国務院が出した「マイクロ経済活動への関与を減少させ、政府サービス効率を向上する」などの行政審査制度改革の要求に従い、関連情報数量の増加と品質の向上を効果的に実現する前提の上、関連部門から意見を募集する方法を改善する。

J. 発行申請が許可された後、発行企業及び主要アンダーライターは、許可文書の有効期限内において、発行時間・窓口を自主選択することがで

きる。

(2) 引受範囲と割当販売比率を適宜調整し、価格決定メカニズムを一層充実させる。

(3) 発行価格決定の監督管理を強化し、発行企業及び各関係者の職責履行を促す。

(4) 上場直後会社の流通株式の数量を増加し、株式の供給不足を緩和する。

(5) 引き続き新株投資における投機行為に対する監督管理措置を一層充実し、新株取引の正常秩序を守る。

(6) 法律法規その他関連政策を厳しく実施し、監督管理と罰則を強化する<sup>26</sup>。

新株発行体制の有効運営は、法治による保障が必要であるが、中国証監会は法律・法規違反行為及び不正行為に対する監督管理と罰則を強化し、正常な市場秩序を維持し、投資家の合法權益を守ること努めていると考えられる。

#### 5.3.5 監督管理の厳格化（2013年）

証監会は2013年11月、中国共産党第十八期第三回中央会議の決議で定めた「株式発行登録制度改革の推進」に関する指示を確実に実施するため、「新株発行体制改革の一層推進についての意見」を発表した。この意見は、新株発行体制の改革をさらに推進し、新株発行における政府と市場との関係を明確にし、監督管理モデル転換を加速しながら、情報開示の質を向上し、市場参加者の職責履行を促すことを取り上げることができる。改革の全体原則は、市場化・法制化の方向を堅持し、総合的対策を講じて、問題を表面と根源の両面から解決し、発行、価格決定、割当販売などにおける運営体制を整え、市場監督管理を強化しながら、市場の公平を維持し、投資家、特に中小投資家の合法的權益を守ることである<sup>27</sup>。

#### 5.3.6 審査の強化と責任の明確化（2014年）

2014年1月に、証監会は「中国証監会新株発行体制改革の推進に関す

る意見」と「証券発行と有価証券の引受け管理弁法」に基づいて、初回の株式公開発行過程に対する監督管理を強化するため、以下のとおり「新株発行監督管理措置」を制定した。

(1) 中国証監会は発行の引受、機関投資家向け説明会に対して抜取検査を実施し、発行企業と主要アンダーライターが説明会などのなかで、出資募集意向書などの公開情報以外の発行企業情報を使っていることを発見した場合、発行を中止するとともに、関連規定により、発行企業、主要アンダーライターに対して監督管理措置をとる。法律法規違反の疑いがある場合は、法に則って処理する。

(2) 予定の発行価格（もしくは発行価格区間の上限）の対応株価収益率が同業界上場会社流通市場の平均収益率を上回ったとき、発行企業と主要アンダーライターはネット取引前の三週間連続で投資リスク特別公告（以下、リスク公告）を発表する。毎週は少なくとも1回は発表する。

(3) 中国証監会と中国証券業協会は、オフライン見積投資家の見積過程に対して抜取検査を実施する<sup>28</sup>。

### 5.3.7 証券発行体制の健全化（2015–2017年）

証監会は、2015–2017年の期間中に、「証券発行と有価証券の引受け管理弁法」と「上場会社発行管理弁法」を数回修正した。その狙いは、証券の公開発行における市場コントロールを強化し、資金募集管理の厳格化を図り、上場企業非公開株式発行制度を確立し、市場運行効率を高め、中国証券発行体制を充実させることにある。改革の目的は、発行市場と流通市場の価格差を低減させ、発行市場の資金を流通市場に回流させ、新株発行による不安定さを緩和し、資本市場資源配分の効率を高めることである。

しかし、何回の改革にも関わらず問題は依然として存在している。一般的に、毎回のIPOが上海・深圳証券市場の変動に影響を与えていると言われているが、証券会社と新規発行の企業に対してプラスになると言われる<sup>29</sup>。IPOの下で、中国の株式発行の初期価格収益率が世界トップになり（表6）、新株上場初日の価格も高騰しているが、これは中国証券市場の新

株投資ブーム現象がいつも話題になっていると考えられる。

表 6 各国と地域の初期収益率

順位	国名と地域	サンプル数	期間	平均初期収益率
一位	中国	2, 512	1990～2013	118. 4%
二位	インド	2, 964	1980～2011	88. 5%
三位	韓国	1, 758	1980～2014	58. 8%
四位	マレーシア	474	1980～2013	56. 2%
五位	日本	3, 236	1970～2013	41. 7%
六位	台湾地方	1, 620	1980～2013	38. 1%
七位	タイ	500	1987～2013	35. 1%
八位	ブラジル	275	1979～2011	33. 1%
九位	スイス	164	1983～2013	27. 3%
十位	スウェーデン	374	1980～2011	27. 2%
十一位	シンガポール	609	1973～2013	25. 8%
十二位	インドネシア	441	1990～2013	25. 0%
十三位	ドイツ	736	1978～2011	24. 2%
十四位	オーストラリア	1, 562	1976～2011	21. 8%
十五位	米国	12, 702	1960～2014	16. 9%
十六位	英国	4, 932	1959～2012	16. 0%
十七位	イタリア	312	1985～2013	15. 2%
十八位	香港地方	1, 486	1980～2013	15. 8%

(注) 各国と地域の初期収益率「初期収益率（公募価格と初値の乖離率）＝（初値－公募価格）／公募価格」

(出所) Initial Public Offerings: International Insights (2015, 5) Table 1 (Equally weighted average initial returns for 52 countries) より筆者作成  
(<https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2015/05/Initial-Public-Offerings-International-Insights-2015-05-21.pdf>).

筆者は WIND のデータに基づいて、2004年から2017年まで2284社の A 株の上場初日の価格変動を統計した（表 7）。表 7 は、新株上場初日の価格高騰のことを示している。

機関投資家は資金力を強みに上場初日の価格を高騰させ、株価が連日ストップ高になることが多い。一般投資家は資金力が弱いので、相対的に高価格で入場するしかない。一方、機関投資家の多くは、相対的に高い価格で売却し、それによって株価が大幅に値下がり、一般投資家が大損し、新株取引の犠牲者になるのである。

それ以外、毎回新株発行後、一部の投資家が大損しながら、株式売買の手数料も繰り返し支払わなければならない羽目になってしまうと考えられる。

表 7 新株上場初日の株価変動

日付	上場企業数	平均変動の幅	平均収益率 (PER)	平均純資産倍率 (PBR)
2004-2017年	2284	+ 53.96	43.01	64.45
2017年	438	+ 43.97	27.77	5.60

（出所）WIND のデータにより筆者作成。

## むすび

本研究では、まず主な先進国の新規公開株式発行制度を紹介し、主に、審査制度、許可制度、登録制度という三つの制度があることを見てきたが、中国の株式発行制度は米国・英国と比較すると相違がある。

米国では、米国証券取引委員会（SEC）は、すべての地域で発行した証券を審査する。各州の監督本部は自州発行分の証券のみを審査する、各証券取引所は当該取引所で取引する証券を審査する。これは、中国証監会が全中国で発行した証券を監督すること及びすべての証券取引所の審査原則と規則を制定することと完全に違うところである。

英国では、発行と上場は分離している形態である。企業が発行する株式は、英国上場委員会とロンドン証券取引所の二重審査を受けなければならない。しかし、中国では、証監会がすべての取引所を管理し、すべての審査基準を制定するかたちである。

次に、中国の発行制度は、三つの段階と四つの時期を回顧し、最初の審査制度から、許可制度へと発展する過程を見てきた。ここでは、証券市場は行政支配型から市場推進型へと変化することを示し、中国株式発行制度の特徴をまとめ、中国株式発行制度の変遷とその問題点を明らかにした。中国では、行政権限が集中しすぎ、監督管理の不備や巨大な利益の駆使も加え、監督管理者は汚職に走るケースが頻発しやすい。

しかし、中国の新規株式発行制度は行政の影響が徐々に弱まり、マーケット化が進行している。この進化の過程は中国の経済体系が計画

経済から市場経済へと転換していることと関連している。2018年まで、中国の株式発行制度は、依然として問題が多く、それを改善すべきである。その改革の方法は、マーケットイゼーションに適応し、登録制度が一つの選択になると考える。

今後、中国の株式発行制度は、登録制度の方向へと進むべきであると考ええる。しかし、現在、中国の株式市場は完全に登録制度へと変更する条件を備えているわけではない。登録制度を導入するための障害は、法律・法規の執行が不健全で、監督管理機関の管理と執行の問題が多く、投資家も経験と資質が未熟な者が多いと考えられるが、今後益々企業の上場の増加により、中国の証券市場は自由主義市場への移行が必要になり、株式発行制度も次第に登録制度へと移行する必要が生じるだろう。

## 注

- 1 余興 (2015) 「IPO 登録制度を実施へー『証券法』改正よりも先行」『BTMU (China) 経済週報』12月25日、第282期、2-6頁を参照。
- 2 路雲生 (2006) 「新股発行制度的歴史考察」、山東大学、5月、9頁を参照。
- 3 中国証券監督管理委員会研究センター (2013) 「国際上關於新股発行的主要制度」、7月3日。
- 4 葉林 (2005) 『証券法教程』法律出版社、6月、第三章第三節一(二)を参照。
- 5 中国証券監督管理委員会研究センター (2013) 「国際上關於新股発行的主要制度」、7月3日。
- 6 A株市場というのは、中国の国内投資家向けの株式市場であるが、上海・深圳証券取引所に上場している中国企業を投資対象とし、人民元で取引されている。
- 7 Price Waterhouse Coopers (2018) 「2017年 IPO 市場回顧及2018年市場展望」、Price Waterhouse Coopers メディア記者会見、1月2日を参照。
- 8 中国全国人民代表大会常務委員会 (2005) 「中華人民共和國証券法」、第二十二条を参照。
- 9 翟林瑜・閻石・姚星明 (2017) 「中国の株式市場におけるバリュート投資の有効性」『経営研究』(大阪市立大学)、第68巻第2号、19頁を参照。
- 10 中国証券監督管理委員会 (2009) 「中国証監会簡介」40000895X/2009-08316、8月18日、([http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306215/200804/t20080430\\_246994.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306215/200804/t20080430_246994.htm)) を参照。

- 11 中国证券监督管理委员会研究センター(2013)「米国的発行与上市審核制度」、7月3日、([http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztzl/xgftzgg/xgfbjcl/201307/t20130703\\_230242.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztzl/xgftzgg/xgfbjcl/201307/t20130703_230242.html))。
- 12 中国证券监督管理委员会研究センター(2013)「英国的発行与上市審核制度」、7月2日、([http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztzl/xgftzgg/xgfbjcl/201307/t20130702\\_230164.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztzl/xgftzgg/xgfbjcl/201307/t20130702_230164.html))。
- 13 以下三つの段階の内容は、新関、龔(2016)に基づいている。
- 14 王東明(2016)「中国株式市場の形成と発展のロジックを考える」、成城大学経済研究所『研究報告』No. 74、4頁、25頁を参照。
- 15 新関三希代・龔傑(2016)「中国株式市場における増資形態の特殊性」、同志社大学経済学研究科『資本市場』月刊2016.2 (No. 366) 25–26頁を参照。
- 16 辜宏強(2011)『中国股票発行監管制度研究』、经济管理出版社、5月、39–43頁を参照。
- 17 中国国務院(1992)「国務院關於進一步加強証券市場宏觀管理的通知」(国務院証券市場マクロ管理のさらなる強化に関する通知)、12月。
- 18 中国国務院(1993)「1993年股票發售与認購弁法」(1993年株式発行・販売と購入弁法)、8月。
- 19 中国证券监督管理委员会(1999)「關於進一步完善股票發行方式的通知」(株式發行方式のさらなる充実に關する通知)、7月。
- 20 中国证券监督管理委员会(2001)「新股發行上網競價方式指導意見」(新株發行ネット競売方式指導意見)、5月。
- 21 中国证券监督管理委员会(2002)「關於向流通市場投資家配售新股有關問題的補充通知」(流通市場投資家新株割当販売關連問題についての補充通知)、5月。
- 22 中国证券监督管理委员会(2004)「關於首次公開發行股票試行詢價制度若干問題的通知」(初回株式公開發行における引合制度の試行に關するいくつかの問題についての通知)、12月。
- 23 中国证券监督管理委员会(2006)「証券發行与承銷管理弁法」(証券發行と有価証券の引受け管理弁法)、9月。
- 24 中国证券监督管理委员会(2009)「關於進一步改革和完善新股發行体制的指導意見」(新株發行体制のさらなる改革と充実に關する指導意見)、6月。
- 25 中国证券监督管理委员会(2010)「關於深化新股發行体制改革的指導意見」(新株發行体制改革的深化についての指導意見)、10月。
- 26 中国证券监督管理委员会(2012)「關於進一步深化新股發行体制改革的指導意見」(新株發行体制改革的さらなる深化に關する指導意見)、4月を参照。
- 27 中国证券监督管理委员会(2013)「關於進一步推進新股發行体制改革的意見」(新株發行体制改革の一層推進についての意見)、11月を参照。
- 28 中国证券监督管理委员会(2014)「關於加強新股發行監管的措施」(新株發行監管

理措置)、1月を参照。

29 姚星明(2015)「一周股金匯」『城市晚報』A10証券版、11月10日を参照。

## 参考文献

Price Waterhouse Coopers (2018)「2017年 IPO 市場回顧及2018年市場展望」Price Waterhouse Coopers メディア記者会見、1月2日。

王東明(2016)「中国株式市場の形成と発展のロジックを考える」成城大学経済研究所『研究報告』No. 74、2月。

辜宏強(2011)『中国股票發行監管制度研究』經濟管理出版社、5月。

孫亮(2016)「註冊制下对中国新股發行体制變遷歷程的回顧」『上海經濟』2016年第2期・金融106-116頁。

翟林瑜・閻石・姚星明(2017)「中国の株式市場におけるバリュート投資の有効性」大阪市立大学『経営研究』第68巻第2号、6月22日。

新関三希代・俞傑(2016)「中国株式市場における増資形態の特殊性」同志社大学経済学研究科『資本市場』月刊2016.2 (No. 366)。

余興(2015)「IPO 登録制度を実施へ —『証券法』改正よりも先行」『BTMU (China) 経済週報』12月25日、第282期、三菱東京UFJ銀行(中国)中国トランザクションバンキング部、中国調査室。

姚星明(2015)「一周股金匯」『城市晚報』A10証券版、11月10日。

葉林(2005)『証券法教程』法律出版社、6月。

路雲生(2006)「新股發行制度的歴史考察」、山東大学修士卒業論文、5月。

中国人民銀行(2007)『金融知識国民読本』中国人民銀行編著第1版付録1、1月。

中国证券监督管理委员会(2009)「中国証監会簡介」、索引号40000895X/2009-08316、2009年8月18日、([http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306215/200804/t20080430\\_246994.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306215/200804/t20080430_246994.htm))。

中国证券监督管理委员会研究センター(2013)「米国の発行与上市審核制度」中国证券监督管理委员会研究センター、7月3日、([http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztzl/xgftzgg/xgfbjcl/201307/t20130703\\_230242.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztzl/xgftzgg/xgfbjcl/201307/t20130703_230242.html))。

中国证券监督管理委员会研究センター(2013)「英国の発行与上市審核制度」、7月2日、([http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztzl/xgftzgg/xgfbjcl/201307/t20130702\\_230164.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztzl/xgftzgg/xgfbjcl/201307/t20130702_230164.html))。

中国全国人民代表大会常務委員会(2005)「中華人民共和國証券法」。

中国国務院(1992)「国務院關於進一步加強証券市場宏觀管理的通知」(国務院証券市場マクロ管理のさらなる強化に関する通知)、12月。

中国国務院(1993)「1993年股票發售与認購弁法」(1993年株式發行・販売と購入弁法)、8月。



- 中国証券監督管理委員会 (1999) 「關於進一步完善股票發行方式的通知」(株式發行方式のさらなる充実に関する通知)、7月。
- 中国証券監督管理委員会 (2001) 「新股發行上網競價方式指導意見」(新株發行ネット競売方式指導意見)、5月。
- 中国証券監督管理委員会 (2002) 「關於向流通市場投資家配售新股有關問題的補充通知」(流通市場投資家新株割当販売関連問題についての補充通知)、5月。
- 中国証券監督管理委員会 (2004) 「關於首次公開發行股票試行詢價制度若干問題的通知」(初回株式公開發行における引合制度の試行に関するいくつかの問題についての通知)、12月。
- 中国証券監督管理委員会 (2006) 「証券發行与承銷管理弁法」(証券發行と有価証券の引受け管理弁法)、9月。
- 中国証券監督管理委員会 (2009) 「關於進一步改革和完善新股發行体制的指導意見」(新株發行体制のさらなる改革と充実についての指導意見)、6月。
- 中国証券監督管理委員会 (2010) 「關於深化新股發行体制改革的指導意見」(新株發行体制改革の深化についての指導意見)、10月。
- 中国証券監督管理委員会 (2012) 「關於進一步深化新股發行体制改革的指導意見」(新株發行体制改革のさらなる深化に関する指導意見)、4月。
- 中国証券監督管理委員会 (2013) 「國際上關於新股發行的主要制度」(國際上主な新規株式發行に関する制度)、7月3日、([http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztzl/xgftztzg/xgfbjcl/201307/t20130703\\_230244.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztzl/xgftztzg/xgfbjcl/201307/t20130703_230244.html))。
- 中国証券監督管理委員会 (2013) 「關於進一步推進新股發行体制改革的意見」(新株發行体制改革の一層推進についての意見)、11月。
- 中国証券監督管理委員会 (2014) 「關於加強新股發行監管的措施」(新株發行監督管理措置)、1月。