

# 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

## 目次

### はじめに

- 一 「証券法」が施行されるまでの株式発行審査制度
- 二 「証券法」施行後の株式発行審査制度
- 三 現段階における株式発行審査制度の特徴について  
おわりに

### はじめに

中国における株式発行審査制度は、経済体制が従来の社会主義計画経済から市場経済へ徐々に移行している中で、国有企業等の株式会社への組織変更（いわゆる株式制企業試行）が行われるのに伴って設けられるようになって

た制度である。これにつき、「証券法」の試行後に重要な改革が行われた。

八〇年代の初め、中国の経済体制がほぼ従来の集権的な計画経済体制のままであった時期の社会主義計画経済の運営方式および企業制度に比べれば、株式制企業試行は、一種の企業制度改革の試みであり、企業が株式を発行することは、全く新たな資金調達の方法であった。しかし、当時においては、株式制企業試行であれ、株式の発行であれ、いずれも社会主義計画経済の枠組みのもとで行われていた。すなわち、従来の企業制度のもとでは、国有企業が行政主管部門の管轄下に置かれていたため、株式制企業試行は、企業の行政主管部門の審査・認可を受けなければならなかった。株式の発行についても企業の行政主管部門のほかに、金融行政の管轄部門から審査・認可を受けることになっていった。それに加えて、株式の発行にも従来の計画経済体制下の資源配分の手段が用いられた。国全体の株式発行総額は、中国人民銀行、国家計画委員会、財政部などの間で協議を経て決定され、株式発行計画に編成された。<sup>(1)</sup> 次いで、株式発行総額の枠が縦割り・横割りという従来の国有企業管理体制に沿って各省、自治区、直轄市および計画単独抜市に割り当てられた。<sup>(2)</sup>

その後、中国における市場経済化が進み、株式制企業試行が本格化し、証券市場が成長し、証券監督管理が強化され、「会社法」などの法制が整備されるに連れて、株式発行審査制度は、少しずつ調整された。そしてついに、一九九八年十二月二十九日に「中華人民共和国証券法」(以下、「証券法」という)が公布され、これに伴って新たな株式発行審査制度が採用されるに至った。

こうして登場した株式発行審査制度は、証券市場において株式を発行して行う資金調達に関する制度の一つであるとともに、中国においては、証券金融行政における重要な制度でもある。中国の株式発行審査制度は、経済体制が従来の社会主義計画経済体制から市場経済体制へ移行しつつあることを背景に、市場経済化の浸透、株式制企業

試行の展開、証券規制機関の設置などから影響を受けながらも、一面ではこういった制度の変化を後押ししている。とりわけ、この制度は、中国の企業制度改革における株式会社化の本格化や証券市場の成長を反映している。

本論文では、このような中国における株式発行審査制度を取り上げるものとし、株式発行審査制度の形成、推移、とくに「証券法」に定められた現行制度に焦点を当てて考察する。その際には、まず、一九八〇年代に株式制企業試行が行われ始めた頃から一九九二年まで、そして一九九二年に中国の証券監督管理体制が形成された時期から「証券法」が施行されるまでの株式発行審査制度を概観する。<sup>(3)</sup> 次いで、「証券法」に定められた現行の株式発行審査制度に重点を置いて、その内容および特徴を取り上げる。

なお、株式発行審査制度は、「会社法」における株式会社の設立、株式の発行方式などにも深く関連している。中国の「会社法」によれば、有限会社については準則主義が取られているが、株式会社の設立に関しては、国務院から授權された部門や省レベルの地方政府による審査認可制度が採用されている（七七条）。それゆえに、企業が株式制企業試行を行う際には、常に行政主管部門から審査・認可を受けることが必要である。<sup>(4)</sup> また、企業が株式を発行する場合、株式の新規発行もあれば、新株発行もある。しかし、いずれにせよ、会社が株式を公募するという株式の募集方式を当然に前提としている。さらに、中国では、株式の種類について、同じ普通株であってもA株やB株などに分類されている。<sup>(5)</sup> このため、中国の株式発行審査制度について言えば、株式の新規発行か新株発行によって、またはA株かB株によって申請要件や審査・認可の手順などが大きく異なってくる。<sup>(6)</sup> したがって、本稿では、中国の株式発行審査制度を考察する際に、企業が株式会社制度へ組織変更する場合における公募方式による株式の新規発行、しかもA株が発行される場合に絞って考察をしていく。

## 一 「証券法」が施行されるまでの株式発行審査制度

### 1 一九九二年までの株式発行審査制度

中国では、八〇年代の初め頃、国有企業の投融資制度が見直される中で、企業が社債を発行し、または株式会社へ組織変更して株式を発行することが、新たな資金調達的手段として行われるようになった。しかし、当時の株式制企業試行は、企業の従業員などを対象に株式を発行するという試行的なものにすぎない<sup>(7)</sup>。そのうえ、企業が発行した株式は、償還期限が付いた債券の特徴をも合わせもつようなものでしかなかった。たとえば、一九八四年七月に、北京の天橋百貨会社が、商業部門の従業員を対象に、額面が一〇〇元で定期三年の株式を三万株発行し、同年九月に天橋百貨株式有限会社組織変更した<sup>(8)</sup>。一方、社債や株式の発行・流通および証券会社を管理する業務は、金融行政の一部と位置づけられたため、金融行政の主管機関である中国人民銀行の管轄下に置かれた。

一九八四年以後、株式を発行して資金を調達する方法が各地において多く利用されるようになったため、株式の発行規模や資金の利用に関して政府の管理が対応しきれなくなった。企業は勝手に資金を調達し、それゆえに、株式や社債の発行による資金調達には、少なからぬ混乱が生じた。

そこで、一九八七年に、政府が投資抑制政策に乗り出し、株券や債券の発行を中央政府のマクロ管理の下に置いた。一九八七年三月二八日に、国務院が、「株券・債券の管理強化に関する通達」〔關於加強股票債券管理的通知〕を出し、株券・債券の発行による資金調達を管理するために、証券金融行政における中国人民銀行の権限を強化し

た。たとえば、株式の上場は中国人民銀行の審査・認可を受けなければならないとされた（三項）。

続いて、一九八七年八月六日に、中国人民銀行は、上記の國務院の「通達」に基づき、株式・社債の発行による資金調達を管理するために、通達を出した。それによって、株式や社債の発行については、中国人民銀行が「統一管理・分級審査」の原則に基づいて審査・認可の権限を行使するという、審査認可管理体制が作られた。すなわち、中国人民銀行は社債や株式の発行に対して統一して審査認可の権限を行使し、企業が申請する社債や株式の発行総額によって、中国人民銀行が地方の中国人民銀行の分行が審査を行う。

一方、株式制企業試行が進められるのに伴って、株式市場の整備が求められるようになった。そこで、一九八六年に、店頭市場が上海に開設され、一九九〇年、一九九一年には、上海と深圳の証券取引所が相次いで設置された。そうになると、株式の発行・譲渡に対する監督管理が一層求められることとなり、中国人民銀行による監督管理が次第に強化されてきた。一九九〇年一二月四日に、中国人民銀行は、株式市場に対して統一的、かつ集中的に監督管理を行うために、「株式の発行および譲渡を厳格に抑制することに関する通達」（「關於嚴格控制股票發行和轉讓的通知」）を出した。この「通達」は、上海市と深圳市に限って株式の発行および上場を許容し、上海市と深圳市の中国人民銀行分行が株式の発行を審査すると規定している。しかも、上海市と深圳市の中国人民銀行分行が審査した後に、中国人民銀行から認可を得ることが必要である。その他の地域における株式の発行・譲渡申請については中国人民銀行が自ら審査を行う（一項、二項）。

一九九二年、鄧小平の「講話」が発表されたことを契機に、株式制企業試行が全国的な規模へ広げられるようになると、株式会社の設立審査、株式の発行審査および株式発行規模の決定などの証券金融行政に関して、行政部門間の職務分担が定められた。一九九二年五月公布の「株式制企業試行弁法」によれば、国有企業の株式制企業試行

を行うための審査は、当時の国家経済体制改革委員会または省レベルの経済体制改革委員会が、企業の行政主管部門とともに行うこととなった。株式の発行申請に対しては、中国人民銀行が審査の権限を行使する（八項）。

## 2 一九九二年証券監督管理体制が設置された後の株式発行審査制度

一九九二年以後、株式制企業試行の進展に伴って、証券市場に対する監督管理を強化し、株式会社の設立、株式の発行・流通などに係わる行政部門の利害調整が必要となった。そこで、一九九二年二月一七日に、國務院が「証券市場におけるマクロ管理をさらに強化することに関する通達」（「關於進一步加強証券市場宏觀管理的通知」（國務院第六八号令發布）を公布して証券監督管理体制の基本的な枠組みを作り上げた。

この「通達」に基づいて、中央政府の証券規制機関が設置された。すなわち、國務院証券委員会が、証券規制機関として設置され、証券市場の規制に関する立法・政策を立案し、証券発行計画の原案を作成するといった職責を果たすものとされた。さらに、國務院証券委員会の執行機関として、中国证券監督管理委員会（以下 CSRC という）が設置され、証券市場の管理規則を制定し、証券会社や上場会社を監督するといった職責を果たすものとされた（一項の（一）、（二））。

また、証券金融行政に関して、証券の発行・流通の管理に係わる中央行政部門と地方政府との職務分担が定められた。国家計画委員会は、國務院証券委員会が立てた証券発行計画に基づいて総合的な調整を行い、証券発行計画を編成する。國務院証券委員会や CSRC は、株式市場を管轄する。それゆえに、中国人民銀行は、従来の株式の

発行・流通を審査・認可する権限を行使せず、証券会社の設立につき認可・審査の権限を行使することになった。上海、深圳の両証券取引所は、理事会の人事などにおいてそれぞれの地方政府の管轄下に置かれ、証券業務においてはCSRCの監督管理を受ける。株式制企業の設立審査は、従来の企業行政配属関係に基づいて行われる。すなわち、地方政府の管轄下の企業については、地方政府の関係部門と企業の行政主管部門がともに審査に当たる。中央行政部門の管轄下の企業については、国家経済体制改革委員会と企業の行政主管部門がともに審査に当たる（一項の（三））。

株式会社への組織変更を行う企業側からすれば、申請企業は、株式会社への組織変更について企業の行政主管部門から認可を得た後に、株式の発行について省レベルの地方政府、CSRCおよび証券取引所に対して申請をし、審査・認可を受ける手続きをしなければならない。すなわち、申請企業は、まず、行政配属関係をとわず一律に省レベルの地方政府や計画単独扱市に対して株式の発行申請を行う。申請企業が地方政府に配属された企業である場合、省レベルの地方政府は、割り当てられた株式発行総額の枠内において株式の発行申請を審査する。申請企業が中央行政部門に配属された企業である場合には、中央行政部門は、当該部門に割り当てられた株式発行総額の枠内において、地方政府と相談しながら、株式の発行申請を審査する。このようにして、株式の発行について認可を受けた後に、申請企業はCSRCによる審査を受ける。CSRCの認可を得れば、株式の発行を希望する証券取引所に対して、株式の発行申請を行う。証券取引所は、株式の発行申請を審査し、株式の発行を認可すれば、CSRCにその審査結果を届け出る。その決定がCSRCに届けられて一五日以内に、CSRCから異義がなければ、株式を発行することが認可されることになる（二項の（一））。

続いて、一九九三年四月二二日に、國務院が、「株券の発行と取引の管理に関する暫定条例」（「股票發行與交易

管理暫行条例」(以下「株券発行取引暫定条例」という)を公布し、同日より施行した。これにより、株式の発行・上場の条件や審査期間などが定められ、前述の一九九二年の「通達」の主旨に沿った株式発行審査制度などが法制化された。

一九九三年以後、中国の市場経済化および国有企業の株式会社化が本格化し、国民経済における株式市場の重要性が増してきている。企業が株式を発行・上場することは、申請企業のみならず、企業の行政主管部門やその他の行政部門の利害関係につながっている。一方、株式市場が急速に発展するのに伴って、証券市場の監督管理におけるCSRの位置付けがますます重要になってくる。そのような事情を背景に、株式発行審査制度のあり方がますます注目されるようになった。とりわけ、株式発行審査制度においてCSRによる審査作業の公開性を求める声が、次第に高まってきた。

そこで、CSRは、一九九八年五月二八日に、「株券発行取引暫定条例」などに基づいて、株式の発行審査作業を改善するための一措置として、「中国証券監督管理委員会株式発行審査・認可作業手順」(「中国証監会股票発行審核工作程序」)(以下「株式発行審査・認可作業手順」という)<sup>(9)</sup>を公表し、この時期における株式発行審査・認可の作業手順を公開した。「株式発行審査・認可作業手順」では、中国の国内投資者に向けて発行された株式(A株)の新規発行および新株発行、人民幣特殊株式(B株)の発行および海外の証券市場で発行される株式に関する発行審査手順が定められている。以下では、A株に絞って、株式の新規発行審査手順を見ることとしよう。

「株式発行審査・認可作業手順」によれば、A株の新規発行審査は、予備審査と正式審査の二つの段階に分けられる。予備審査は、CSRが行政主管部門から推薦された株式発行の候補企業を決定する段階である。企業の行政主管部門により推薦された候補企業は、この予備審査に通過して、初めて正式審査を受けることができる。候補企



業が予備審査に通過できなかったら、企業の行政主管部門は、CSRCに対してほかの候補企業を推薦する。予備審査における審査手順および審査内容は次の通りである。

(1) CSRCによる株式発行企業数の割当て。CSRCは、「株式発行総額をコントロールし、株式発行の企業数を限定する」という原則（原語：総量控制、限定家数）に基づいて、それまでの株式発行総額の割当て制度の代わりに、省レベルの地方政府および中央行政部門などに対して、株式発行総額に加えて、株式を発行する企業数の枠を割り当てる。<sup>(10)</sup>

(2) 地方政府および中央行政部門による推薦。株式発行を希望する企業は、地方政府または中央行政部門に対して株式の発行申請を行う。企業の行政主管部門は、国の産業政策などに基づいて、CSRCに対し株式を発行する候補企業を、割り当てられた枠内において推薦し、候補企業の申請書類を提出する（「株式発行審査・認可作業手順」一の（一）の2）。

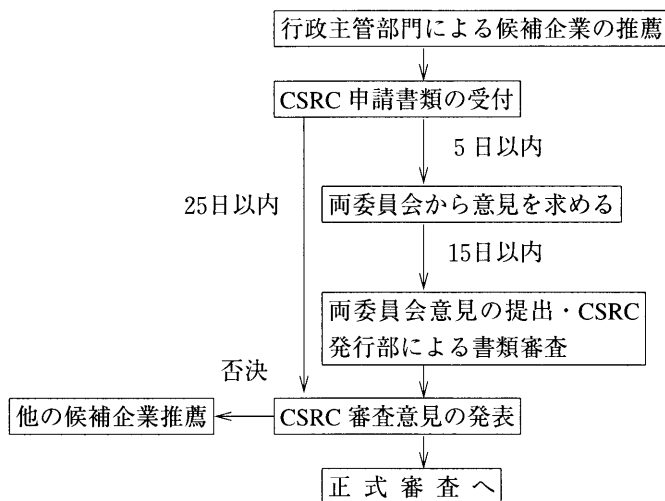
もっとも、「株券発行取引暫定条例」によれば、申請企業は、行政主管部門に対して株式の発行申請を行う前に、会計士事務所や資産評価機構などを通じて、企業の資産および財務状況や資産評価などに関する関係書類を作成しておかなければならない（「二条一号」）。

(3) CSRCの発行部による受付。CSRCの発行部は、「一九九七年計画内企業予備審査書類リスト」（「一九九七年計画内企業預選材料目録」（一九九七年・CSRC）に従い、書類審査を行う。申請書類の様式が基準に適合し、とくに会計士事務所や弁護士事務所等の仲介機構の作成した書類が内容について真実性、公正性に適合したければ、CSRCは申請企業の株式発行申請を受理し、その受理日を確定する（「株式発行審査・認可作業手順」一の（一）の3）。

- (4) 政府の関係行政部門による判断。CSRCの発行部は、申請書類を受理した日から五日以内に国家計画委員会および国家経済貿易委員会に対して申請企業のプロジェクトの適合性について意見を求める。両委員会は、申請企業のプロジェクトの設備投資または設備追加投資の実行可能性について審査をし、プロジェクトに関する認可書類の適法性を確認し、そして、国の産業政策に基づいてプロジェクトの適合性を判断して、書類を受けた日から一五日以内に審査意見を出さなければならない（「株式発行審査・認可作業手順」一の（二）の4）。
  - (5) CSRCの発行部による審査。企業の株式発行の申請書類が前述の両委員会へ提出されて一五日が経過した後、CSRCの発行部は、申請企業に対して株式会社への組織変更案、資産組替え案、企業再編案および会計財務書類を審査し、申請書類を受理した日から二五日以内に予備審査の結論を出す。CSRCは、予備審査において申請を認可すれば、候補企業に対して正式審査を受けるために必要な書類を提出させ、かつ申請企業の株式構成および一般の公衆に向けて発行される株式発行案を確定する。CSRCは、予備審査において申請を認可しなければ、申請企業の行政主管部門に対して改めてその他の候補企業を推薦させるよう通知する（「株式発行審査・認可作業手順」一の（二）の5）。予備審査の作業手順は図1の通りである。
- 予備審査が終わると、次に正式審査が行われる。正式審査では、企業の行政主管部門、CSRCの発行部および発行審査委員会が以下のような手順に従って順次に審査を行う。

- (1) 企業の行政主管部門による最初審査。申請企業は、「会社法」やCSRCの関係規定に基づいて、会計士事務所や弁護士事務所などの仲介機構を通じて、株式発行の正式審査を受けるのに必要な申請書類を作成し、企業の行政主管部門へ提出する。行政主管部門は、主に「株券発行取引暫定条例」や「会社法」およびCSRCの関係規定に基づいて審査を行い、申請書類を受け取った日から三〇日以内に、申請企業の株式発行を認可する

図1 CSRC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



可否かの審査意見を出す。企業の行政主管部門は、企業の株式の発行申請を承認すれば、CSRCに対し企業の申請書類と合わせて審査意見書を出す（「株式発行審査・認可作業手順」一の（二）の1）。

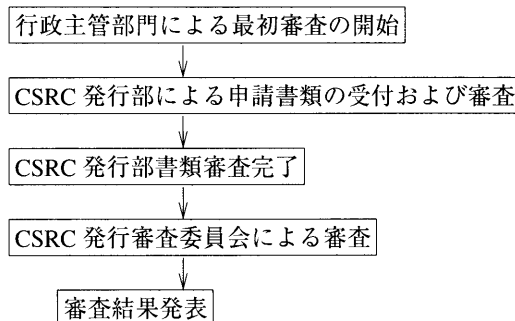
(2) CSRCの発行部による申請書類の形式審査および実質審査。CSRCの発行部は、「株式公開発行申請会社標準様式」（「申請公開発行股票公司標準格式」）に基づいて申請書類の形式審査を行う。申請書類が標準様式に適合していれば、CSRCの発行部は、株式発行申請を受理し、その受理した日を登録し、審査手数料を三万元徴収する。

次いで、CSRCの発行部は、「会社法」や「株券発行取引暫定条例」などの法律や法規、政策およびCSRCの関係規定に基づいて申請書類の内容につき実質審査を行い、書面により審査意見書を作成する。企業の申請

書類に訂正や補足の必要があった場合には、申請企業や仲介機構等は、CSRCから送付された審査意見書に従って書類の訂正や補足をし、それからCSRCへそれらの書類を提出する。書類を訂正・補足する時間を除いて、CSRCの発行部は、二〇日以内に書類審査を終えなければならない（「株式発行審査・認可作業手順」一の（二）の2、3）。

(3) CSRCの発行審査委員会による審査。株式発行申請は、CSRCの発行部による書類審査に合格すれば、七日以内に、CSRCの発行審査委員会による審査を受ける。CSRCの発行審査委員会は、行政部門、社会各界の専門家、CSRCおよび証券取引所の人員により構成される。発行審査委員会は、株式の発行申請を審査する際に、無記名方式で投票を行う。株式の発行申請は、発行審査委員会の決議により採決されれば、CSRCから認可を得ることになる。もし、株式の発行申請が条件付きで採決されれば、申請企業は付けられた条件を満たせば、CSRCから認可を得られる。株式の発行申請が発行審査委員会の投票により否決されれば、申請書類は申請企業の行政主管部門に戻される（「株式発行審査・認可作業手順」一の（二）の4）。正式審査の作業手順は図2の通りである。

図2 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



## 二 「証券法」施行後の株式発行審査制度

一九九八年一月に公布された「証券法」は、中国の市場経済化や証券市場の急速な発展に対応するために、証券監督管理体制について集中的、かつ統一的な監督管理体制を作り上げた。株式発行審査制度については、「証券法」は、証券の発行および取引において公開性、公平性および公正性を実行するという原則（三条）を貫くために、それまで行われてきた上記のような株式発行審査制度に、修正を加えた。

「証券法」によれば、証券の公募は法律や行政法規で定められる条件に合致しなければならず、かつ法により国務院証券監督管理機構（この機構に相当する機関は、少なくとも株式の発行や譲渡についてはCSRとなつてゐるため、以下、この機構のことをCSRという）または国務院の授権した部門の確認・認可（原語：核准）または審査・認可（原語：審批）を受けなければならない（一〇条前段）。株式の公募は、「会社法」で規定する条件に従い、CSRに報告し、その確認・認可を受けなければならない（二一条前段）。このように、「証券法」は、申請企業が法定の条件を満たし、CSRの確認・認可を受ければ、株式を発行することができるといふ、株式発行確認・認可制度を確立した。

続いて、「証券法」は、これまでCSRの発行審査委員会による審査の枠組みを踏まえ、株式発行審査に関する枠組みを法制化した。すなわち、CSRは発行審査委員会を設置し、発行審査委員会は法により株式の発行申請を審査する（一四条一項）。さらに、CSRは、発行審査委員会が審査した結果に基づいて株式の発行申請を確認・認可する。その確認・認可手順は公開しなければならない（二五条一項）。

発行審査委員会は、CSRの専門人員および招聘された当該機構以外の専門家により構成され、株式の発行申請に対して投票方式により決議を行い、審査意見を提出する（一四条二項）。CSRによる証券発行申請の審査期間は三ヶ月とする。CSRまたは国務院が授権した部門は、証券の発行申請書類を受理した日から三ヶ月以内に決定しなければならない。株式の発行申請を認可しない場合には、CSRはその理由を説明しなければならない（一六条）。

「証券法」が施行された後、CSRは、証券の発行および取引に関する上記の原則を貫き、株式発行申請の審査作業の透明性を高めるために、「証券法」に基づいて「中国証券監督管理委員会株式発行審査委員会条例」（以下「株式発行審査委員会条例」という）を作成し、一九九九年八月一九日に国務院の承認を得て、同年の九月一六日に公布した。続いて、二〇〇〇年三月一六日に、CSRは、「証券法」に基づいて従来の「株式発行審査・認可手順」を改正し、国務院の承認を得て、「中国証券監督管理委員会株式発行確認・認可手順」（中国証券監督管理委員会股票發行核准程序）（以下「株式発行確認・認可手順」という）を公布した。

「株式発行確認・認可手順」は、一見したところ、株式発行審査の手順についてそれまで実施されていた「株式発行審査・認可作業手順」と大きくは変わらないようにみえるかもしれない。しかし実際には新しい試みがいくつか盛り込まれており、それが「証券法」における株式発行審査制度を特徴づけている。しかも、これは「株式発行審査委員会条例」と関連しており、この二つの規定の組み合わせによって、中国における現行の株式発行制度が構築されている。したがって、以下では、「株式発行確認・認可手順」および「株式発行審査委員会条例」に基づいて、現行の株式発行審査制度の内容を見ていくことにしよう。

## 1 「株式発行確認・認可手順」による株式発行審査手順

「株式発行確認・認可手順」では、株式発行審査手順は一層簡素化された。申請書類の受付、最初審査、発行審査委員会による審査、CSRCによる確認・認可および再審査の申立てという、五つのプロセスから構成されている。

(1) 株式の発行申請書類の受付。申請企業は、株式会社への組織変更や株式発行申請につき行政主管部門の認可を得た後に、CSRCが公表した「株式公開発行会社申請書類標準様式」(「公司公開発行股票申請文件標準格式」)に従って申請書類を作成しなければならない。株式の発行・売出を引き受ける主幹事証券会社は、CSRCに作成された申請書類を提出して申請を行う。

CSRCは申請書類を受け取ってから五日以内に、株式の発行申請を受理するか否かを決定しなければならない。株式の発行申請を受理する場合には、申請企業から審査手数料を三万元徴収する(一項)。

申請企業がハイテク産業の企業であれば、株式発行申請の手続について特別な配慮がなされている。まず、企業の主幹事証券会社が、CSRCに対して申請企業を推薦するという形で、推薦書類を提出する。CSRCは、推薦書類を受け取ってから五日以内に、推薦された企業がハイテク企業であるかについて、科学技術庁および中国科学院に対して認定を依頼する。科学技術庁および中国科学院は、認定依頼の書類を受け取ってから四〇日以内にCSRCに認定の結果を通知する。申請企業はハイテク企業であるという認定結果が出れば、CSRCは、申請企業およびその企業の主幹事証券会社にその結果を知らせ、「株式公開発行会社申請書類標準様式」に従って株式発行を申請するための書類を作成させる。そして、株式の発行審査の順位としても、CSRCはその企

業の株式発行申請を優先して審査を行う。

- (2) CSRCによる最初審査。CSRCは、申請書類を受理した後、申請書類の形式審査を行い、申請書類を受け付けた日から三〇日以内に、書面により申請企業および主幹事証券会社に対して審査結果を知らせる。申請書類に関して訂正や補足が必要となった場合には、主幹事証券会社は、CSRCから送付されてきた書簡を受け取ってから一〇日以内に申請書類の訂正や補足をし、CSRCに訂正・補足した書類を提出しなければならない(二項)。

最初審査の段階においては、CSRCは、申請企業のプロジェクトが国の産業政策に適合するかどうかについて国家発展計画委員会および国家経済貿易委員会に認定を依頼し、意見を求める。両委員会は認定依頼の書類を受け取ってから一五日以内にCSRCに認定の結果を通知する。

- (3) CSRCの発行審査委員会による審査。CSRCは、申請企業および主幹事証券会社から提出された、訂正・補足後の申請書類を改めて審査し、また最初審査が行われた日から六〇日以内に発行審査委員会に最初審査報告書および申請書類を提出する。発行審査委員会は「株式発行審査委員会条例」に従い、投票方式により株式の発行申請を決議し、審査意見を出す(三項)。

- (4) CSRCによる株式発行の確認・認可。CSRCは、発行審査委員会の審査意見に基づいて株式の発行申請を確認・認可するか否かを決定する。CSRCは、株式の発行申請を確認・認可すれば、株式の公募に関する認可書を交付し、確認・認可しなければ、書面によりその理由を説明する。CSRCが申請書類を受け付けた日から審査決定が下されるまでの期間は三ヶ月とする(四項)。

- (5) 再審査の申立て。申請企業は、株式の発行申請についてCSRCから確認・認可しないという書面通知を受



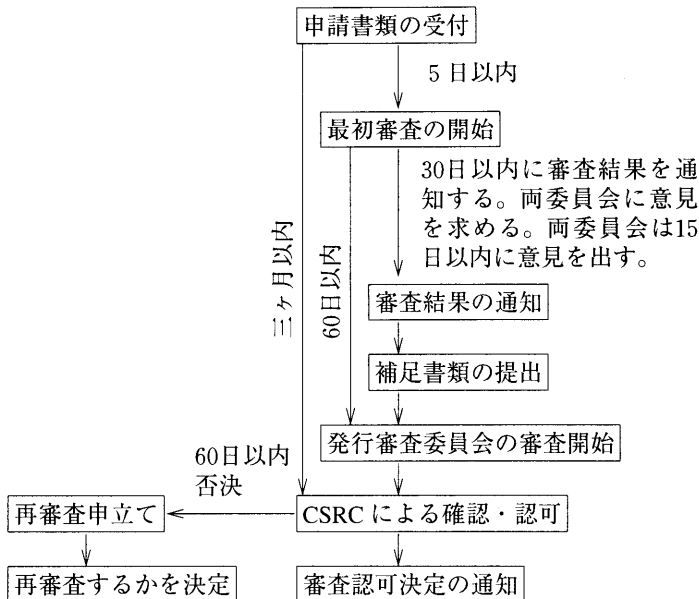
中国における株式発行審査制度について（虞）

けた場合、その通知書を受け取った日から六〇日以内に、CSRCに対して株式の発行申請について改めて審査を行うよう申し立てることができる。CSRCは申請企業から再審査の申立てを受けてから六〇日以内に改めて審査するか否かを決定する（五項）。CSRCによる株式発行確認・認可手順は図3の通りである。

なお、中国では、株式の発行・上場は、経済体制が市場経済体制へ移行しつつある中で、従来の企業制度の株式会社への組織変更に深く関連している。このような特殊な事情を背景に、企業が株式会社へ組織変更に、株式の発行申請をするといった組織変更の段階において、証券会社の果たす役割が大いに期待されている。

そこで、「株式発行確認・認可手順」においては、企業の株式発行申請は、主幹事証券会社

図3 CSRCによる株式発行確認・認可手順



がCSRCに対して申請企業を推薦するという形式を取っている。主幹事証券会社は、CSRCの発行部に対して株式発行の申請書類を提出して申請を行う。この制度は、一九九五年に取り入れられた。

一九九五年九月五日に、CSRCは、「株式公開発行会社に対する補導に関する通達」（「關於対公開発行股票公司進行補導的通知」）を發布した。二〇〇〇年三月一六日に、CSRCは、前述の「株式発行確認・認可手順」に合わせて、「株式上場補導作業に関する暫定弁法」（「股票發行上市補導工作暫行弁法」）を發布した。さらに、二〇〇一年一〇月一六日には、「新規公開株式発行に関する補導作業弁法」が、「株式上場補導作業に関する暫定弁法」に取って代わり、企業が株式の新規発行を申請する際に、申請企業と主幹事証券会社との間で行われる補導作業の内容について、詳細な規定を置いている。

「新規公開株式発行に関する補導作業弁法」によれば、株式の発行申請企業と株式の発行・売出しを引き受ける主幹事証券会社との間では、補導協議を締結し、双方の権利および義務のほか、補導の計画や内容について決めなければならない（一六条）。補導期間は一年以上とし（四条）、その期間中に、主幹事証券会社は、CSRCおよびその出先機関の指導のもとで申請企業に対して補導を行い、そして、補導を受ける申請企業の取締役、監査役およびその他の役員に対して筆記試験を実施しなければならない。補導を受ける者の全員は、筆記試験に合格しなければならない。

補導期間が終了した後に、申請企業の補導に当たった主幹事証券会社は、補導の実施状況について報告書を作成し、CSRCの出先機関にそれを届け出なければならない（五〇条）。その出先機関は、補導期間が終了した日から二〇日以内に、主幹事証券会社が行った補導作業に対して評価を行い、そして「補導監督管理報告書」を作成し、CSRCにそれを提出する（六八条）。その後、CSRCはこれらの報告書と主幹事証券会社から提出される株式の発

行申請書類を合わせて、事後的に補導作業が合格するか否かを判断する。株式の発行申請企業が株式会社への組織変更に関する補導に合格することは、CSRCが申請企業の株式の発行申請を受け付ける条件の一つとなっている（七五条）。

## 2 発行審査委員会の組織構成および審査手順などについて

「証券法」に基づいて公布された「株式発行審査委員会条例」は、発行審査委員会の組織構成、委員の権利と義務および株式の発行申請を審査する際の作業手順などについて以下のように詳細な規定を置いている。

### (1) 発行審査委員会の組織構成

発行審査委員会は常任委員と非常任委員から構成される。常任委員は、CSRCの首席監査人（原語：稽查）、首席弁護士、首席会計士および上海・深圳の両証券取引所の総経理ら五名に限られている。非常任委員は、社会各界の専門家や著名人から選任される。たとえば、CSRC、行政官庁、証券取引所、国有銀行の専門家のほか、証券業協会、公認会計士協会、弁護士協会などの専門家や大学教授などである。そのうえ、非常任委員になる各分野の専門家の人数が明記されている（四条）。発行審査委員会の委員は約八〇名となっている。

非常任委員は、CSRCが直接に招聘し、または関係行政部門との協議を経て招聘する。非常任委員の任期は二年とし、連任して妨げないが、三回まで連任することができる。発行審査委員会は二年に一回改選され、少なくとも三分の一の委員が改選されなければならない（六条）。

委員の選任資格については、年齢、国籍、専門分野および申請会社との関係の有無などがとくに要求されている。

たとえば、年齢は六五歳以下で、中国の国籍を持つとされている。それに加えて、過去において上場会社または申請企業で勤務したことがないことが求められている（五条）。一方、委員の解任事由として、本人の辞意表明以外に、在任中、職務変動により引き続き委員を担当するのに相応しくない事情が発生した場合、または連続して発行審査委員会の会議に三回欠席した場合などが列挙されている（七条）。

(2) 委員の職責、権利および義務

「株式発行審査委員会条例」は、章を設けて委員の職責、権利および義務について詳細な規定を置いている。それによれば、委員は、法律や法規などに基づいて、申請企業の資格および条件、主幹事証券会社や会計士事務所などから出された申請書類を審査するほか、CSRCの発行部から提出された最初審査報告書を審査する（九条）。委員はまた、職責を遂行するために、申請企業に関する書類を閲覧することが必要となった場合に、CSRCを通じて、関係書類を取り寄せることができる（十一条）。さらに、委員は、株式の発行申請を審査する際に、いかなる機関や個人から干渉を受けずに、法律に従って職務を遂行し、独立した意見を表明し、かつ議決権を行使する（二十条）。

一方、委員は、株式の発行申請を審査するに当たって、申請企業の情報をよく知っている立場に置かれているだけに、多くの義務を課されている。たとえば、委員は、申請企業やその企業の株式発行申請に係わった仲介機構またはその機構の関係人員から贈与を受けてはならず、勝手に前述の機関や人員とは接触してはならない。前述の企業や機構またはその人員と接触した事実があった場合は当然のこと、たとえ上記の企業や機構またはその人員が委員に対して贈与しようとする時であっても、委員は、自らCSRCに対してこれらの事実を報告しなければならぬ（一二条一項）。委員はまた、株式の発行申請書類を審査する際に得た申請企業に関する未公開の情報を利用して、本人または他人のために直接的または間接的に利益を図ってはならず、いかなる機構や個人のためにも証券取

引の助言をしてはならない（一二条二項）。

ほかに、非常任委員は、本人がCSRCの発行審査委員会の委員であることについて秘密を保持しなければならない。また、委員会の審査会議以外の場合においては、発行審査委員会の委員という身分を公開してはならず、発行審査委員会委員の名義でCSRC以外の部門、経済組織等主催の活動に参加してはならない。発行審査委員会名簿は、これを漏らしてはならない（一四條）。ほかに、委員は、申請企業の商業秘密や発行審査委員会の会議内容などを漏らしてはならない（一五條）。

また、株式発行申請審査の公正性や公平性の原則を貫くために、委員の回避制度が設けられている。すなわち、委員は、株式発行を審査する際に以下のような利害関係がある場合には、自ら回避しなければならない（二三條）。

①委員の親戚が申請企業またはその企業の主幹事証券会社の高級管理者である場合、②委員またはその親戚が申請企業の株式を保有する場合、③委員の親戚が高級管理者として勤める会社と、申請企業またはその企業の主幹事証券会社が競業関係にあるため、委員が公正に責務を果たすのに影響が及ぶ場合、④委員が申請企業のために株式発行について助言したりすることによって、委員が公正に責務を果たすのに影響が及ぶ場合、⑤CSRCが認定した、利害衝突が起こりうるその他の場合である。

(3) 発行審査委員会による審査の作業手順

「株式発行審査委員会条例」によれば、発行審査委員会は八組に分けられ、一組は一〇人の委員から構成される。組長は一名で、各組の構成員から選任される。組長は株式発行審査会議を招集する。組長は、本人が審査会議に出席できない場合には、他の委員に審査会議の招集を依頼することができる。審査会議の定足数は八名以上でなければならない（一七条二項、三項）。

具体的に、株式の発行申請を審査するに当たっては、八組のうち、どの組が審査に当たるかについては、各組が順番で株式発行申請を審査することになっている（一七条一項）。実際には、筆者が二〇〇〇年三月にCSRCでヒヤリング調査を行った際に聞いた話によると、この制度は、すでに少し修正され、抽籤により審査に当たる組を決めるという制度へ調整されたという。

発行審査委員会の審査会議では、委員は独立した意見を述べ、いかなる機関や個人から影響を受けずに議決権を行使しなければならず、議決をする際に同意、反対または棄権のいずれかを明確に投票しなければならない。審査会議の決議は、委員による無記名投票によって行われ、しかも委員の三分の二の多数をもって可決される（二二条）。もっとも、審査期間中、委員から株式発行の申請企業について調査事項があるという申し出があった場合、審査会議に出席した委員の過半数の同意をもって株式発行審査の決議を遅らせることができる（二〇条）。

発行審査委員会は、審査を行う際に必要に応じて委員以外の専門家を審査会議に招き、意見を求めることができる。しかし、審査会議に出席した専門家は、株式発行審査に関する議決権を有しない（二三条）。

なお、株式の発行申請について発行審査委員会から審査意見が出された後、CSRCは、その審査意見に基づいて株式の発行申請を確認・認可するか否かを決定する。CSRCは、株式の発行申請を認可しない場合には、書面により申請企業およびその主幹事証券会社にその結果を通知しなければならない。申請企業はCSRCに対して再審査を申し立てることができる。CSRCは申請企業の再審査の申立てを受理してから六〇日以内に再審査を行うかという結論を出す。もしCSRCは申請企業の再審査の申立てを認めれば、発行審査委員会は、その企業の正式審査を行った組以外の組から再審査を行う組を決める。しかし、申請企業の再審査の申立ては一回のみである（二二条）。

発行審査委員会は年に全体会議を一回開き、審査業務の総括を行い、かつ株式発行審査に関する原則的な指導意

見を出し、規範された形式で適時にそれを一般公開する（二四条）。

### 三 現段階における株式発行審査制度の特徴について

「証券法」は、中国の市場経済化が着々と進められている中で証券市場の急速な発展に対応し、証券市場の健全な発展を図るために、一連の措置を講じて、新たな証券監督管理体制および株式発行審査制度を取り入れた。中国の経済体制改革が漸進的に進められているがゆえに、証券監督管理体制であれ、株式発行審査制度であれ、いずれも現段階における中国なりの特徴を現している。

まず、「証券法」は、証券監督管理体制について集中的、かつ統一的な監督管理体制を作り上げた。「証券法」は、証券金融行政におけるCSRCの権限を強化し、証券の発行・取引、証券発行の申請、上場会社、証券取引所などに関する証券行政の監督管理権限を証券規制機関であるCSRCに集中させている（一六七条）<sup>(14)</sup>。とりわけ、株式発行審査体制に関しては、「証券法」が施行される前に、企業の行政主管部門がCSRCとともに、株式発行申請の審査に加わる体制から、CSRCが単独で株式の発行申請を審査する体制へと変わり、従来の企業の行政主管部門が株式の発行申請を審査する主体から外された。従来の株式発行審査体制のもとでは、株式の発行申請を審査するに当たっては、CSRCは、企業の行政主管部門が審査・認可をした後に、審査を行うため、事実上、行政主管部門が下した決定を覆すことが不可能であり、実際には、CSRCによる審査が形骸化されてしまった。「証券法」が株式の発行申請を審査する権限をCSRCに集中させることは、中国の株式発行審査制度を改善させるうえで重要な意

味を持つ。<sup>(15)</sup>

次に、株式発行審査制度については、徐々に従来の計画経済体制の運営方式から脱皮し、市場経済の要素を取り入れて市場経済体制に対応する制度に変わりつつある。「証券法」は、株式発行確認・認可制を採用し、CSRCが発行審査委員会を設置して株式の発行申請を審査すると規定している。この株式発行確認・認可制の特徴は、株式の発行申請を行う企業が法律や規定などに定められた条件を満たしているか否かに関する審査に重点が置かれている点にある。すなわち、申請企業は、株式の発行に係わる情報を充分に開示することのみならず、株主および資本の構成、出資形態および出資比率、経営業績などについても、所定の条件を満たさなければならない。CSRCは、株式の発行申請に対し、法律や規則に照らしつつ、これらの条件の具備につき実質的な審査を行う。

したがって、現段階における中国の株式発行審査制度は、日米のような企業内容等に関する情報開示の完全性と正確性を求める有価証券届出制とは異なっており、ヨーロッパ多くの国々で実施されている株式発行審査の実質管理制度 (Substantive Regulation) に類似した制度であるといえよう。<sup>(16)</sup>

「証券法」は、従来の株式発行総額決定制度、株式発行総額および株式発行企業数の割当制度については、一切言及していない。したがって、従来の企業の行政主管部門等による審査権限の行使に密接に結び付き、しかも計画経済体制下の計画手段が用いられたこれらの諸制度は廃止された。<sup>(17)</sup>「証券法」はまた、従来の国有企業を配慮し、株式発行額を割り当てる際に国有企業に片寄っていた制度を是正し、外資系企業や私営企業の株式会社への組織変更をも平等に扱うようになった。

一方、現実には、「証券法」が施行され、従来の株式発行総額の割当制度および企業の行政主管部門などによる株式発行の審査制度が規定上無くなった後も、しばらくの間はこれらの旧来の制度が事実上存続していた。二〇〇



○年末に、株式発行の申請企業と株式の発行申請を審査する行政部門の間で発生した「康養現象」<sup>(18)</sup>と呼ばれる金権汚職事件が摘発された。この事件がきっかけとなり、CSRCは二〇〇一年三月末に、株式発行総額の割当制度と企業の行政主管部門による株式発行の審査制度を完全に廃止すると発表した<sup>(19)</sup>。

その他、株式の発行申請が企業制度改革に結び付いているため、証券会社が企業の株式会社への組織変更などに関与し、大きな役割を果たすことも、経済体制移行中の中国における企業制度改革の要請から求められるという特殊の事情によって特徴付けられたものとなっている。

しかし、現行の株式発行確認・認可制には、いくつかの問題も残されている。ある見解は、現行の株式発行確認・認可制においては、株式の発行を申請する企業間の競争メカニズムが欠けていると見て、次のように指摘している<sup>(20)</sup>。

すなわち、現行の株式発行確認・認可制は、株式の発行申請企業が優良であるか否かを問わず、法に定められる条件を満たせば、一律に受付順に従って株式の発行申請を審査していく。このような審査であつては、条件を満たしている多くの申請企業間の差異が無視され、これらの企業間の競争メカニズムが欠けてしまう。このような制度のもとでは、申請企業が優良な企業であっても、株式の発行申請は、優先して審査を受けることができない。これは、現に上場会社の質が低下しつつある原因の一つに数えられる。したがって、現行制度の枠内において、法に定められる条件を満たしている申請企業に対して、さらに、一定の経済指標体系を作つて、それを基準にして審査を行い、複数の申請企業の中から株式発行企業を決定するという制度を導入しなければならない。

## おわりに

以上に見てきたように、中国の株式発行審査制度は、株式制企業試行の進展およ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で少しずつ調整されてきた。現在では、「証券法」に定められた株式発行確認・認可制度が採用される地点に到達している。現行の株式発行審査制度は、とりわけ発行審査委員会を設置して株式発行を審査する点において、なお経済体制が移行しつつある中国の現段階の特徴を顕著に現している。中国では、社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。しかし、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は、中国の株式発行における公正性を可能な限り保とうとするものとなっており、証券市場の健全な発展を図るうえで、大いに評価すべきものである。

一方、現行の株式発行審査制度においては、証券発行規制機関の主観的な判断に委ねる面がなお残っているといわざるを得ない。今後、WTO加盟後、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、かつ投資者の保護を図るためには、株式発行審査制度に関しても、将来は、法律による情報開示に重点が置かれた、日米のような有価証券届出制へと移行していくべきであろう。

注

(1) 九〇年代に入って、株式制企業試行が本格化するのに伴って、国の株式発行総額も次第に増えてきた。たとえば、一九九三年度の株式発行総額は、五五億元とされたが、一九九六年の発行総額は一五〇億元であり、一九九七年の人民幣株式の発行総額は三〇〇億元にのぼった。CIRC一九九七年七月「公告」八一頁、CSRC一九九七年十二月「公告」（一〇号）一一頁。後述のように、この制度は「証券法」が施行されるまで続いた。

(2) 中国の計画経済体制のもとでは、国家計画は省、自治区および直轄市に直接に下ろされるのが一般的である。一部の市は、行政区画では省や直轄市の下に置かれるが、国家計画の執行については直接に国家計画担当の行政部門から下され、単独扱いされる。

(3) 「証券法」が施行されるまでの株式発行審査制度の詳細な内容については、拙著『中国国有企業の株式会社化』（信山社、二〇〇一年）七四頁以下参照。

(4) 中国では、国有資産の授權經營が行われることによって、企業制度の基本的な枠組みが大きく変わり、従来の企業行政主管部門が持株会社になった。その場合には、企業の株式会社への組織変更については、親会社である持株会社の認可を受けることになる。なお、国有資産の授權經營については、拙稿「中国の企業制度改革に関する一考察——国有資産の授權經營および国有企業の集団化における持株会社の動向（一）」（三）」名法一六六号（一九九六）一九一頁、一六八号（一九九七）一五一頁、一六九号（一九九七）二四三頁参照。

(5) 中国では、B株と略称される人民幣特殊株式は、国内の証券市場において外国の投資者が外国為替で購入する株式であり、後に海外の証券市場で外国の投資者に向けて発行されたH株、N株、Z株などを合わせて外資株と呼ばれる。これに対して、国内の証券市場において中国の投資者に向けて発行された株式はA株と称される。A株には、投資者別に国家、法人および個人が所有するものが含まれており、これらは個別的に国家株、国有法人株、個人株と呼ばれているが、A株と総称することは

少ない。

- (6) 後に触れるように「中国証券監督管理委員會株式發行審查・認可作業手順」においては、企業が株式会社へ組織変更される際の新規株式發行（A株）のほかに、B株の新規發行、A株およびB株の新株發行および海外の証券市場における株式發行に對し、それぞれの審査・認可作業手順が定められている。詳細は「中国証券監督管理委員會公告」一九九八年五月号六六頁參照。
- (7) いわゆる企業内部株式制というものである。喬晉建「民營化と株式公募」九州共立大学経済学部紀要六五号（一九九六）十四頁、汪志平「中国の国有企業改革と証券市場の發展」証券經濟一九二号（一九九五）七一頁。
- (8) 金建東ほか編「株券債權全書（上）」（『股票債權全書（上）』（北京理工大学出版社、一九九二年）五九六頁。
- (9) CIRC「公告」・前掲注(6)。
- (10) それまでの株式發行総額の割当制度のもとでは、企業の行政主管部門が割り当てられた枠内においてより多くの企業を上場させるために、上場会社の資産総額を最小限に、すなわち「会社法」に定められた株式総金額の五〇〇〇万元程度にする傾向があった。このため、上場会社の資産総額が小さくなった。その後、株式發行総額の割当制度は、株式發行総額に加えて株式發行の企業数を割り当てる制度によって取って代えられた。株式發行総額に加えて株式發行企業数を割り当てる制度が導入されると、企業の行政主管部門は今度逆に、割り当てられた枠を最大限に活用し、限定された企業数の枠内において一社当たりより多くの資金を調達させるためには、無理して企業を統合させ、申請企業の規模を拡大させたといった問題が指摘されている。人民日報（海外版）一九九九年七月三日。
- (11) 「証券法」の適用範囲は狭く定められており、中国国内における株式または社債および國務院が法令に基づいて認可するその他の証券に限定されている（二条）。証券先物・オプション等の金融派生商品や海外において發行・取引される株式などは「証券法」の適用範囲から外されている。

- (12) 一九九三年六月一〇日に、国家経済体制改革委員会が発表した「香港上場会社の定款における強制条項」（「到香港上市公司章程必備條款」）によれば、親戚とは、配偶者、直系血族および三親等内の傍系親族および姻族であると定義されている。
- (13) 中国の株式会社では、総経理、取締役、監査役以外、取締役会秘書、会社に招聘された公認会計士も会社の高級管理者である。「香港上場会社の定款における強制条項」の四・三項参照。
- (14) なお、中国では、株式会社化が本格化し、株式市場が急速に成長してくるのに伴って、証券金融行政におけるCSRCの位置付けがますます重要になってきた。そこで、一九九八年一〇月に、中国の証券規制機関の設置について調整が行われた。それによって、CSRCは、国務院によってそれまで国務院証券委員会のさらに下部へ設けられた一組織であったという位置付けから国務院に直属する官庁レベルの事業単位（組織）へと格上げされ、全国の証券市場および先物市場の主管部門として、国務院の授權により行政管理職能を果たすことになった。万国華「わが国証券監督管理体制の若干法律問題について」南開学報二〇〇〇（二〇〇〇）四四頁。
- (15) 郭鋒『中国証券監督管理と立法』（法律出版社、二〇〇〇年）二八〇頁。
- (16) 郭鋒・前掲注（一五）二七六頁、二八二～二八三頁。
- (17) 「中国証券市場の新たな発展段階」人民日報（海外版）二〇〇〇年一月二二日。
- (18) 「康賽現象」とは、中国湖北省の康賽会社が関連したことに因んで名付けられた、株式の発行上場をめぐる金権汚職事件のことをいう。この事件では、ある企業が株式発行額の枠を獲得し、株式発行につき行政部門の許可を得るために、行政主管部門などに贈賄した事件である。この事件が大きな反響を呼んだのは、国家経済貿易委員会副主任などが巻き込まれたからである。人民日報（海外版）二〇〇〇年二月二三日。
- (19) 人民日報（海外版）二〇〇一年一月二三日。
- (20) 王国剛「競争による選択…株式発行核准制を改善させるための重要なメカニズム」中国証券報二〇〇二年三月六日。