

## 中国版ナスダック市場構想のスタート

井上 武

### 要 約

1. 2004年6月25日、中国の深セン取引所で中小企業を対象とした新たな市場（中小企業板）の取引が開始された。2000年にベンチャー市場構想が頓挫し、深セン取引所への新規上場が停止されてから実に3年越しの構想実現である。
2. 今回導入されたのは、ベンチャー市場創設へ向けた第一弾で、メインボード内に新しい区分を設けるというものである。適用される法規制や上場基準などはメインボードと同じである。将来的には、上場基準の引き下げ、最終的には市場としての独立が目指されている。
3. 中小企業株投資のリスクを考慮し、メインボードと異なる制度も導入されている。価格変動に留意した取引の仕組みや、取引の透明性の確保、企業のディスクロージャーの強化などである。
4. 中小企業板の成否は深セン証券取引所の今後の行く末を決定付ける重要な政策である。また、中小企業板は、中国の証券市場がこれまでの国有企業中心ではなく、今後の中国経済を支えていく民間企業や成長企業にとっての市場に脱皮できるのかが試される場であるともいえる。

### I. 3年越しの中小企業板導入

2004年6月25日、中国の深セン取引所において中小企業を対象として新たに設置された市場（以下、中小企業板）の取引が開始された。

中国では、2000年にも深セン取引所にベンチャー市場を創設する構想があった。ところが、その後のITバブル崩壊と世界的なベンチャー市場の低迷、さらには、市場創設を当て込んだ企業の乱立や不透明な上場前取引が過熱化したことなどから、設立構想は先送りとなっていた。他方、ベンチャー市場の創設は、深セン取引所の今後の役割を左右する問題でもあったため、2000年9月以降、深

セン取引所への新規上場は停止された。

その後、国有企業が経済活動に占めるウェイトが低下する中で、新たな中国経済の担い手として、急速に成長を続ける非公有経済、その中でも特に中小企業の健全な発展を促すことが政策の重要課題にとりあげられた。2002年6月には「中小企業促進法」が成立し、以後、中小企業の資金調達の問題が活発に議論されるようになり、ベンチャー市場の創設が再び真剣に議論されるようになった<sup>1</sup>。

そうした中、昨年10月の中国共産党第16期中央委員会第3回全体会議（三中全会）では、非公有経済の発展や中小企業の活性化が改めて強調された<sup>2</sup>。この三中全会では、社会主義市場経済システムにおける資本市場の位置づけが明確化されるなど、中国資本市場

にとって歴史的に大きな転換点となる政策決定がなされた。その後、三中全会を受けて、今年の1月には国務院から資本市場改革に関する方針が出され、その中でベンチャー市場の開設を推進することが明記された<sup>3</sup>。

昨年末以降、株式市場においては、健全な投資対象を増やすため、上場制度の見直しなどの改革が相次いで実施されている。今回の中小企業板の導入も市場に優良な投資対象を供給する政策の一環としての役割が期待されているものと思われる<sup>4</sup>。

## II. 「二つの不変」と「四つの独立」

今回導入された仕組みは、深セン取引所のメインボードの中に新たに中小企業板という区分（中国語では中小企業板塊と表現されている）を設けるというものである。したがって、従来構想されていたようなメインボードから独立した新しい市場を創設するというものでもなく、深セン証券取引所自体をベンチャー市場へと衣替えするものでもない。

今回の制度は既存市場との関係では「二つの不変」と「四つの独立」と表現されている。すなわち、証券の発行や取引、ディスクロージャーなど、適用される基本的な法規制は原則として既存市場と同じであり、取引所の上場基準も同じである（二つの不変）。

一方で、売買システムなどの市場運営は既存市場と独立のものを利用し（運営の独立）、取引の監督管理のシステムも独自のものを設置（監察の独立）、さらに分別が容易なように統一した証券コードを新たに設定（番号の独立）、株価指数も独立して計算する仕組み（指数の独立）が採用される（以上、四つの独立）。

メインボード内に新しく中小企業や成長企業を対象とする区分を設けるという方式は、ユーロネクストやドイツ取引所で IT バブル崩壊以降採用された制度を参考としているも

のと思われる<sup>5</sup>。新しい区分に分類されるために企業は情報開示を強化する必要があるが、一方で、投資家から「成長企業」として注目を受けることが可能となる。

しかしながら、ユーロネクストやドイツ取引所では、新区分への登録は企業の任意であり、また、既存の上場企業にも門戸が開かれている。これに対し、深セン取引所の中小企業板の場合、新規上場企業のみが対象で、実際には中国証券監督管理委員会が、企業の規模等を勘案して上場する市場を決定する仕組みとなっている。したがって、ユーロネクストやドイツ取引所とは違って、新しい市場を創設するという色彩が強いといえる。

実際、中国ではベンチャー市場の創設については、メインボードへの影響や証券市場改革の進捗状況などを考慮して、三段階で進められることが考えられており、今回はその第一弾という位置づけであるといわれている。今後、第二弾としてはメインボードよりも緩和された上場基準の導入、そして、最終的に独立した市場として分離されることが計画されている<sup>6</sup>（図表1参照）。

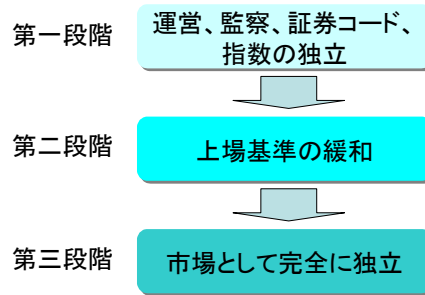
## III. メインボードとの違い

メインボードの中の新しい区分という取り扱いであるが、「四つの独立」の中にあるように、中小企業板では、投資家保護を強化するために、売買の透明性の向上や価格変動リスクの軽減、企業ディスクロージャーの強化などの新しい制度が取引所の特別規則という形で導入されている。

### 1. 取引開始価格、終値の計算方法

中小企業板でもメインボードと同様に毎朝9時15分から9時25分にかけて集合オークション方式（いわゆる板寄せ方式）で取引開始価格が決められる。メインボードと異なるのは、中小企業板ではオークションの間、参

図表1 ベンチャー市場創設へ向けた三段階



(出所) 深セン証券取引所資料等より野村資本市場研究所作成

考価格や売買が対当した数量、対当していない数量などの板情報が公開される点である<sup>7</sup>。

また、中小企業板では終値についても集合オークション方式が導入される。14時57分から15時までの3分間、こちらは板情報を公開しない閉鎖式オークション方式で終値が決定される。寄り付きと引けの取引については、価格が大きく変動しがちであり、特に、時価総額が相対的に小さな中小企業株についてはこの傾向が強いといわれる。新しい方式は、こうした中小企業株の特徴を配慮し、価格の変動や不正な取引を排除することを目的としている。なお、寄り付きと引けの間(9時30分~11時30分、13時~14時57分)は、メインボードと同様、連続オークション方式(いわゆるザラ場方式)で取引が行われる。

## 2. 特別な値幅制限

中国ではメインボードには10%の値幅制限があるが、中小企業板では異常な価格変動を抑えるためにさらに特別な売買停止措置が導入されている(図表2参照)。市場平均を上回る値動きや売買回転率を基準にしたもので、値動きが荒く、相場操縦が頻繁に問題となる中国の事情を表しているといえよう。四つの独立の一つにあったように、インデックスがメインボードから独立して計算される理由の一つは、値幅制限の基準を計算するためでもある。取引が開始されて5日目である6月30日には、早くも3社が売買停止の条件

に該当した。

また、売買停止以外にも大幅な価格変動や売買が見られた銘柄については、取引上位5会員の名称と売買金額を取引所が公表する制度も導入されている。

## 3. ディスクロージャーの強化

中小企業板上場する企業については、主なベンチャー市場で採用されているのと同様に、企業のディスクロージャーが強化されている。まず、投資家への情報発信の拡充のため、定期的な説明会の開催が義務化されている。説明会では、企業は財務状況や営業成績だけでなく、成長戦略や新製品・新技術の開発状況などを報告しなければならない。次に、調達した資金を実際に投資に利用した場合、公認会計士に対して詳細を報告し、定期報告の中でもその内容を開示しなければならない。また、メインボードでは半期毎に開示することになっている大株主10位の情報について、中小企業板では四半期ごとに開示する義務がある。

企業にとってはより負担が増えるわけであるが、成長企業としてのイメージや、透明性の高い企業であることをアピールできることが大きな見返りとして期待できる。

## IV. 現在までの状況

取引初日である6月25日に上場された企

図表 2 独特の売買停止、売買情報開示制度

<p>■ 異常な動きによる売買の一時停止</p> <p>以下に該当する場合、当該企業より広告が必要、翌日は10時30分から取引開始。期間中の売買高上位5会員の名称と取引金額が公表される。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 連続3日間以内の終値の騰落乖離率の累計が±20% (ST株の場合は15%)に達したとき。 騰落幅乖離率＝個別株騰落率－インデックス騰落率</li> <li>・ 連続3日間以内の一日平均売買回転率が、直前5日間の平均値の30倍に達し、かつ、累計の売買回転率が20%に達した場合。</li> </ul> <p>■ 売買が活発な会員名、売買高の公表</p> <p>以下に該当する場合、売買高上位5会員の名称と取引金額が公表される。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 一日の騰落幅乖離率が±7%に達した上位3銘柄</li> <li>・ 一日の値幅が15%に達した上位3銘柄 値幅＝(高値－低値)/低値</li> <li>・ 一日の売買回転率が20%に達した上位3銘柄</li> </ul>
---

(注) ST (Special Treatment) 株とは 2 年連続で赤字を計上した企業の株式。

値幅制限が通常の 10% から 5% に抑えられている。

(出所) 「中小企業板上場企業特別規定」および「中小企業板取引特別規定」より野村資本市場研究所作成

業は合計で 8 社、その後、29 日に 2 社、7 月 5 日に 3 社が上場し、7 月 6 日現在で 13 社が上場を果たしている。

6 月 2 日以降、連日 1 社ペースで中小企業板の上場対象となる企業が株式の新規募集を実施しており、現在確定しているだけでも今後、11 社が上場を控えている。以下では、上場予定の 11 社も含めた 24 社を対象に、中小企業板上場する企業の特徴を見てみたい。

24 社の会社の規模を総資産で見ると平均で 3.5 億円、上場企業平均の約 10 分の 1 の規模と小さい。一方、時価総額で見るとこの差は大きく縮まる。A 株上場企業の平均時価総額が 31.2 億円に対して、上場 13 社の平均時価総額は 14.6 億円で約 2 分の 1 の水準となっている。流通株の比率は加重平均で 30% と既存の上場企業とほぼ同じであるため、流通株で見た時価総額の差もほぼ同様である。

PER の水準は双方とも約 30 倍で同水準である。したがって、中小企業株のバリュエーションが高いわけではなく、収益力の差が時価総額に影響をもたらしていることがわかる。

2003 年の ROE を見ると上場企業の平均値が 7.33% であるのに対して、中小企業板の平均は 25.8% と非常に高い水準となっている (図表 3 参照)。

中小企業板には成長性が高く、技術力を持った企業の上場が期待されている。実際には、現在までに上場が決まっている 24 社のうち、コンピュータや情報産業といったいわゆるハイテク企業に分類されるのは、IC カードの製造会社ぐらいである。医薬品や化学薬品の製造会社が 9 社と割合が高く、ボタンやマシン、家電のメーカーもある。設立年数は、90 年代後半に設立された比較的若い企業から、中には 80 年代に設立された企業もあり、必ずしもベンチャー企業が集まっているというわけでもない (図表 4 参照)。2000 年当時に目標とされた、ハイテク市場やベンチャー市場というよりも、中小企業マーケットという色彩が強いといえる。

ちなみに、既存の上場企業と異なり、中小企業板には国有企業の割合は非常に少ない。資本構造が明らかな 18 社の中で、国有株が 5 割を超えているのはわずか 2 社である。法

図表3 中小企業板上場企業の特徴

	上場企業平均	中小企業板平均
総資産(億元)	33.9	3.3
時価総額(億元)	31.3	14.6
流通株時価総額(億元)	9.4	4.3
流通株割合	30%	30%
PER(倍)	29.3/27.6	31.0
ROE(%)	7.33	25.8

(注) 1. 上場企業平均の総資産は2002年12月の値。  
 2. 時価総額は2004年7月6日現在で、上場企業平均はA株のみを対象とする。  
 3. PERは左が深セン証券取引所、右が上海証券取引所。  
 (出所) 中国証券監督管理委員会、上海証券取引所、深セン証券取引所、  
 各社資料等より野村資本市場研究所作成

図表4 中小企業板上場企業の業種及び設立年

証券コード	会社名	製品・サービス	設立年
002001	浙江新和成	医薬品原料など	1988年(前身の組織)
002002	江蘇チオン花高科技	化学薬品など	n.a.
002003	浙江偉星実業発展	ボタンなど	2000年
002004	重慶華邦制薬	医薬品など	n.a.
002005	広東徳豪潤達電気	電気器機など	1996年
002006	浙江精工科技	建設機械など	1992年
002007	華蘭生物工程	血液製剤など	1992年
002008	深セン市大族激光科技	レーザー加工機など	1996年
002009	江蘇天奇物流系统工程	物流設備など	1997年
002010	浙江伝化	化学薬品など	1988年
002011	浙江盾安人工環境設備	空調機器など	n.a.
002012	浙江凱恩特種材料	特殊用紙など	n.a.
002013	湖北中航精機科技	輸送用機器部品など	n.a.
002014	黄山永新	包装紙など	1992年
002015	江蘇霞客環保色紡	繊維など	1992年
002016	広東威爾医学科技	医療用機械など	1996年
002017	珠海東信和平智能卡	ICカードなど	1998年
002018	安徽華星化工	殺虫剤など	1984年(前身の組織)
002019	浙江シン富生化	ビタミンなど	2000年11月
002020	浙江京新薬業	医薬品など	1990年
002021	中捷縫紉機	ミシンなど	1994年
002022	上海科華生物工程	ワクチンなど	1998年
002023	四川海特高新技术	航空機整備など	n.a.
002024	蘇寧電器連鎖集団	電気機器小売など	1990年

(出所) 各社資料等より野村資本市場研究所作成

人株により間接的に政府機関により所有されている場合もあると思われるが、流通株、個人株、外国人保有株といった純粹民間保有の割合が50%を超す企業は半数に上っている。民間企業(非公有制企業)の活性化も中小企業板の主要な目標となっているためであろう。

#### V. 命運がかかる深セン取引所

4年近くにわたって新規上場が停止され、深セン証券取引所は上海証券取引所に大きく水を開けられてしまった。2000年末に56社だった上場企業数の差は、2003年末には273

社にまで拡大し、時価総額も上海の8割だったのが半分以下にまで減少していた。深セン証券取引所にとって、中小企業板の成否は、上海証券取引所と自らの取引所を差別化し、中国の資本市場において一定のポジションを今後とも確保することができるかの命運がかかっている。

そこで、深セン取引所は、上場企業の経営幹部向け講座の開催や、取引所のホームページ内に専用サイト<sup>8</sup>を立ち上げるなど、積極的な取り組みを行っている。また、情報子会社を通じて、中小企業ボード上場企業専用の情報サイトも運営し、企業のIR活動をバックアップしている<sup>9</sup>。

政策当局も、将来的には、上海証券取引所をニューヨーク証券取引所のように伝統的な企業が上場する市場に、深セン証券取引所をNasdaqのように中小企業やベンチャー企業が上場する市場に役割を分化させることを目指している。

中国国内では、現在のところ重複上場は認められていないため、上海証券取引所との棲み分けは保障されている。ところが、深センのすぐ隣には香港市場がある。今回の中小企業板に懐疑的な意見の中には、香港取引所の運営するベンチャー市場であるGEM（Growth Enterprise Market）との競合を指摘する声もある。1999年に設立されたGEMは、2000年に深セン取引所のベンチャー市場設立構想が先送りとなった後、中国のベンチャ

ー企業の上場の受け皿として機能してきた<sup>10</sup>。

GEMには現在199社が上場しており、大陸の中小企業35社が株式（H株）を直接上場している。その他のGEM上場企業は、バミューダやケイマンで設立された企業がほとんどで、35社以外にも多くの大陸系企業が間接的に上場しているといわれている。

GEMは、赤字企業でも上場できるなど上場基準の利益要件がゆるく、また、資金が潤沢な国際資本市場に自由にアプローチできるというメリットがある。こうした点から、中国のベンチャー企業の中には、深セン証券取引所の中小企業板ではなく依然としてGEMを志向する企業も少なくないものと思われる。

とはいえ、香港と深センを含めた珠江地域（パールリバー・デルタ）との経済交流が活発化するに連れて、香港の市場関係者と深センの市場関係者との交流も頻繁に実施されている。したがって、香港市場と深セン市場との対立という構図よりも、むしろ、互いに協働し、遠い将来には二つの市場が融合する姿のほうが現実的であろう。

大きな期待を背負ってスタートした中小企業板だが、中国では、早くも、バブル化を懸念する声も出ている。1ヶ月間で24社の新規上場は、昨年1年間の新規上場企業数67社と比べてもかなりのハイペースである。中小企業が中心であるため1件当りの調達金額はそれほど大きくは無いが、トータルの金額は58億元で、昨年年度のIPO総額の13%と

図表5 中小企業板上場企業の株価推移

証券コード	会社名	発行日	上場日	発行価格 (元)	調達額 (億元)	発行時 PER(倍)	初値 (元)	対発行価 格騰落率	直近株価 (元、7/6)	対初値騰 落率	PER (倍、7/6)
002001	浙江新和成	6月2日	6月25日	13.41	4.0	16.4	28.10	110%	17.85	-36%	21.8
002002	江蘇子オン花高科技	6月3日	6月25日	7.32	2.2	20.0	15.03	105%	13.63	-9%	37.2
002003	浙江偉星実業発展	6月4日	6月25日	7.37	1.5	19.9	18.10	146%	13.52	-25%	36.5
002004	重慶華邦制薬	6月7日	6月25日	9.60	2.1	16.0	21.00	119%	15.85	-25%	26.4
002005	広東徳豪潤達電気	6月8日	6月25日	18.20	4.7	20.0	24.98	37%	21.00	-16%	23.1
002006	浙江精工科技	6月9日	6月25日	7.72	2.3	17.2	17.80	131%	14.98	-16%	33.3
002007	華蘭生物工程	6月10日	6月25日	15.74	3.5	20.0	29.20	86%	19.69	-33%	25.0
002008	深セン市大族激光科技	6月11日	6月25日	9.20	2.5	20.0	40.00	335%	27.70	-31%	60.2
002009	江蘇天奇物流系統工程	6月14日	6月29日	6.89	1.7	10.4	14.39	109%	15.99	11%	24.2
002010	浙江伝化	6月15日	6月29日	9.91	2.0	15.1	15.50	56%	16.21	5%	24.7
002011	浙江盾安人工環境設備	6月16日	7月5日	11.42	3.2	19.0	13.38	17%	13.72	3%	22.9
002012	浙江凱恩特種材料	6月17日	7月5日	7.03	2.1	14.7	15.00	113%	16.86	12%	35.1
002013	湖北中航精機科技	6月18日	7月5日	6.12	1.2	14.9	13.01	113%	13.29	2%	32.4

(出所) 深セン取引所より野村資本市場研究所作成

必ずしも少なくない。

上場来の値動きを追うと、上場初値は半数以上の9社で発行価格の2倍以上となったが、その後のパフォーマンスが市場全体と比較しても芳しくないものも目に付く。ただ、2回目以降の上場銘柄については比較的落ち着いた値動きとなってきている（図表5参照）。

また、上場書類の内容に不備があったことが判明し、深セン証券取引所から公開譴責処分を受ける企業も出ている<sup>11</sup>。

中国では、最終的に上場を決定するのは証券監督当局である。民間企業や成長企業を中心とした中小企業板の拡大は、昨今、監督当局によって進められている市場の質を徐々に高めるための一連の改革の中でも重要な位置を占めるものである。

中小企業板は、「非公有企業」及び「成長企業」という今後の中国経済を支えていく企業を対象としている。中国経済の活力のある部分を映す新しい鏡となれるのか、中小企業板に注目したい。

が発生。目論見書では運用委託があることは公表されていなかった。2004年上期の利益が前年同期比で半分未満となることが判明した。

<sup>1</sup> 「中小企業促進法」2002年6月に成立し、2003年1月施行。法律成立直後の2002年7月と施行1年後の2004年1月には、深セン証券取引所を中心に中小企業金融に関する論壇会が開催され、ベンチャー市場の必要性が議論された。

<sup>2</sup> 中国共産党第16期中央委員会第三回全体会議「社会主義市場経済体制を完備する若干の問題に関する中国共産党中央の決定」。

<sup>3</sup> 国務院「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」。

<sup>4</sup> 井上武「上場制度を見直す中国株式市場」『資本市場クォータリー』2004年春号参照。

<sup>5</sup> 岩谷賢伸「欧州主要取引所の市場区分見直し」『資本市場クォータリー』2003年春号参照。

<sup>6</sup> 「深セン証券取引所が設立する中小企業ボード区分に関する報道向けQ&A」深セン証券取引所2004年5月19日。

<sup>7</sup> メインボードの方式を閉鎖式集合競価、中小企業板の方式を開放式集合競価と呼んでいる。

<sup>8</sup> <http://www.szse.cn/main/sme/>

<sup>9</sup> <http://www.smers.com.cn/>

<sup>10</sup> 小橋亜由美「香港のベンチャー証券取引所、GEMの現状」『資本市場クォータリー』2002年冬号参照。

<sup>11</sup> 国債の資産運用委託で江蘇チオン花高科技に損失