

中国の店頭株式市場（三板市場）の現状と課題¹

神宮 健

■ 要 約 ■

1. 中国の店頭株式市場である「三板市場」は、現時点では規模が小さく流動性も低い。但し、中国証券業協会は、2009年の任務の一つに、三板市場の改善・拡大を挙げている。また、3月に新興企業向けの創業板市場設立が決定されたこともあり、今後は、当局の目標とする「多層的な資本市場の構築」に向けて、三板市場の位置づけがよりはっきりし、重要性も増してくると思われる。
2. 三板市場は、旧三板市場と新三板市場から成る。旧三板市場では、上場廃止銘柄と90年代に廃止された取引システムの銘柄が取引されている。一方、新三板は、中国のハイテク企業が集積する北京市の中関村科学技術パークの企業が取引されている。2009年4月末時点で、旧三板・新三板市場では、110銘柄が取引されているが、旧三板・新三板市場の規模は、株式市場全体から見ると極めて小さい。
3. 旧三板・新三板市場とも、中国証券業協会が具体的な規定を策定している。両市場ともスポンサー証券制度を採るといった共通点もあるが、新三板市場には、旧三板市場には無い増資機能がある。また、新三板市場は「非上場・非公開」企業を扱う一方、旧三板市場は、上場廃止企業が含まれるため「非上場・公開」企業を扱っている点も異なっている。
4. 現在、三板市場は、流動性が不足し、投資家と資金調達側企業の双方にとって魅力に欠けている。このため、両者とも積極的でなくなり、流動性がさらに不足する悪循環が見られる。こうした中で、2009年6月、投資家・企業にとっての利便性の向上、取扱銘柄となる企業数の増加と市場の質の向上、市場流動性の改善に向けて、新三板市場の規定が改定され、7月から実施された。
5. 取引される企業数と流動性の増加は引き続き三板市場の課題である。既に新三板市場は、中関村科技園区から全国のサイエンスパークへ拡大する方向にある。また、市場流動性の改善のために、マーケットメイカー制度の導入も考慮されている。新三板市場を中心に改革が今後も進んでいくことが予想される。

¹ 本稿は、公益財団法人東京国際研究クラブの許諾を得て、『季刊中国資本市場研究』2009Vol.3-2より転載している。なお、2009年6月に発表された新三板市場についての規定の改定を受けて、一部の内容を変更している。

I はじめに

本稿では、中国の店頭市場である三板市場²を取り上げる。三板市場は、これまでのところ小規模で流動性も低く、あまり注目を集めてこなかった。しかし、中国証券業協会は、2009年の8大任務の一つとして、店頭市場の改善・拡大を挙げており、今後は、規模・地域の両面で拡大することが予想される。また、2009年3月末に創業板市場の設立が決定されたことを受け、今後は、三板市場も重要性が増してくると思われる。

中国で新興企業を対象にした資本市場が重要性を帯びる背景には、中国が2020年までに「创新型国家を建設する」目標を掲げていることがある。この内容は、中国が自身の「创新能力」（技術革新能力）を強化することによって、以前から課題となっている産業構造の調整や経済成長の方式転換を推進し、省エネ・環境保護型の社会を建設するというものである。例えば、労働集約的で安価な製品の製造拠点から、より付加価値の高い産業へシフトする産業構造の高度化等が例として考えられる。ここで、当然のことながらハイテク企業の育成が鍵となるが、金融面からは、経営年数が少なく小規模のハイテク企業の資金調達難が長らく問題となっている。

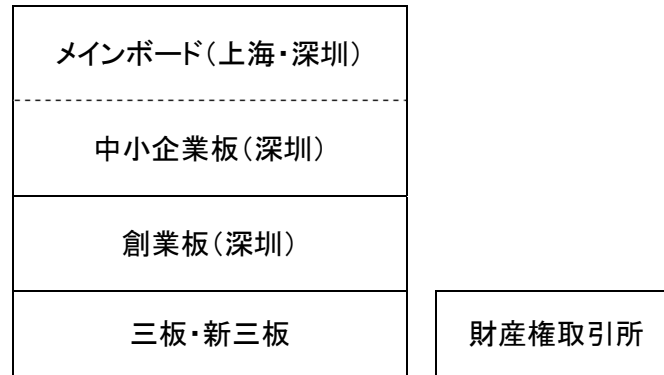
一方、資本市場改革の観点から見ると、2004年に発表されてその後の資本市場改革の青写真となった国務院の「資本市場の改革開放と安定的発展の推進に関する若干の意見」（いわゆる国務院9条意見）において、多層的な資本市場を構築する目標が既に打ち出されており、最近でも、2008年12月に景気対策との関連で発表された「当面の金融による経済発展促進に関する若干の意見」（いわゆる金融30条）に多層的な資本市場の構築が含まれている。メインボードの大企業が中国の株式市場における資金調達の大部分を占め、成長型ハイテク企業の資金調達の場がほとんど無かったことが背景にある。

この点で、2009年3月末に「株式新規公開発行・創業板上場管理暫定弁法」（5月1日実施、以下「創業板弁法」）が発表され、10年来待たれていた創業板がついに設立された意義は大きい。これにより、中国の資本市場は、形の上では、上海・深圳のメインボード、深圳の中小企業板、深圳の創業板、そして店頭市場である三板市場という階層を成すことになる（図表1）³。創業板が「創新（技術革新）企業と成長型創業企業」の発展を促進するとしていることから、三板市場は、さらに成長の初期段階にある企業を対象にするといったように、その役割がより明確になっていこう。

² 「板」はボードのことである。ここでは、メインボード以外は、〇〇板とした。なお、三板市場は、後述するように旧三板市場と新三板市場から成る。

³ 中小企業板は、メインボードの一部であり、実際には、比較的規模の大きい企業が上場している。また、資本市場の階層については、非上場会社株式の取引という点から、三板・新三板に加えて、産権取引所を含めることも可能であろう。詳しくは、神宮（2009）参照。

図表 1 株式市場の多層化の概念図



(注) 中小企業板はメインボードの一部である。財産権取引所の一部は、非上場・非公開株式の取引を行っている。

(出所) 野村資本市場研究所作成

II これまでの経緯

1. 旧三板市場

ここでは、中国における店頭市場の歴史を振り返る。

まず、1990年代前半を見ると、STAQ⁴とNET⁵という二つの取引システムが存在した。STAQとNETは、それぞれ国務院の認可を受けて設立され、（第三者割当て発行された）法人株の流通のための気配の自動通知システムであった。

一方、1993年2月以降、新たな場外店頭取引市場が設立された。第一号は、淄博（シハク）証券取引気配通知システムであり、郷鎮企業⁶を対象にした地域性の証券市場であった。その後、淄博に続き、青島、武漢、瀋陽、天津等で店頭市場が次々と開かれ、28カ所に増加した。主に、割当て増資を行った企業の従業員株が取引された。但し、1997年頃には、各地方政府が競って店頭市場を設立したため、100カ所余りとされる店頭市場での取引が無秩序状態になり、1997年11月、中央金融工作会議は、違法に設立された場外取引所を整理することを決定した。そして、1999年9月には、STAQ、NETも閉鎖された。

STAQ、NET両システムの拡大が止まった1993年時点で、両システムで取引されていた法人株の銘柄数は17（STAQが10社、NETが7社）、会員数は500、口座を持つ（機関）投資家数は3.2万であった。

⁴ STAQ : Securities Trading Automated Quotation System。1990年12月5日導入。北京「聯弁」（証券取引所研究設計聯合弁公室）が国庫券の流通のために創設した（胡（2008年））。全国に存在した証券取引センターにおける取引、価格情報を提供するために導入された。会員制で当初は国債を対象にしていたが1992年7月1日からは法人株の取引を開始。

⁵ NET: National Electronic Trading System。有価証券の取引を目的として1993年4月28日に人民銀行の衛星システムを利用して導入されたシステム。会員制。機能はSTAQと同じ。

⁶ 郷・鎮において主に農民等が出資した企業。郷・鎮は、県・市の下の末端の行政区画。

その後、2001年5月25日に、証券監督管理委員会（以下、証監会）の意見に基づき、中国証券業協会は、一部の証券会社で、STAQ、NET で取引されていた株式の譲渡業務を試行すること、つまり STAQ、NET 銘柄について証券会社の店頭取引を試行することを決定した。

これを受けて、証券業協会は、2001年6月12日に、「証券会社の株式譲渡代行サービスの試行弁法」を発表した。7月16日に株式譲渡代行システムが正式に業務を開始し、ここに旧三板市場が生まれた⁷。当初は、STAQ、NET で取引されていた9銘柄が、証券会社6社の営業部で毎週3回取引された⁸。一方、2001年にメインボードでは上場廃止制度がようやく機能し始め、メインボードで上場廃止になった株式をどのように取引するかという問題が生じ、上場廃止になった株式を三板市場で取引する道を開いた⁹。こうして、旧三板市場は、旧 STAQ、NET で取引されていた株式とメインボード上場廃止の株式が取引される市場となった。但し、旧三板市場では、IPO や増資機能を行うことはできない。

2. 新三板市場

旧三板市場は生まれたものの、資金調達機能が無く、また、取引銘柄も、言わば過去からの負の遺産や上場廃止銘柄であったことから、資本市場の多層化の観点から、真の店頭取引市場を作り、ハイテク・高成長の新興企業の育成を目指す動きが現れた。2006年1月16日に、「証券会社の株式譲渡代行システムによる中関村科技園区¹⁰の非上場株式会社株式の価格（呼び値）提示・譲渡の試行弁法」とその関連諸規則が中国証券業協会によって発表された。1月23日には、「世紀瑞爾」、「中科軟科技」が取引銘柄として登録され、新三板市場が動き出した。新三板市場では、増資が可能である。現在までのところ、新三板市場は、中国のハイテク企業が集積する中関村科技園区の企業のみを対象にしている点で試行段階と位置づけられ、後述するように、今後全国へ拡大する予定である。

⁷ 本論では、この2001年に始まった市場を旧三板と呼ぶ。そして、後述の新三板と合わせた店頭市場全体を三板と呼ぶことにする。

⁸ 値幅制限は5%であった。また、後述するように、2003年8月以降は、企業の業績等により取引頻度が週5日、週3日、週1日の3つに分類された。

⁹ 上場廃止の第一号は、2001年4月の上海水仙電器で、2002年8月に三板で取引されるようになった。

¹⁰ 1988年に国務院により批准された中国最初のハイテクパーク。当初の北京市海淀区の中関村の他、現在は北京市内6カ所に拡大している。英文名は Zhongguancun Science Park。

III 旧三板・新三板市場の現状と制度

1. 現状

ここでは、旧三板・新三板市場の現状・制度について見る¹¹。

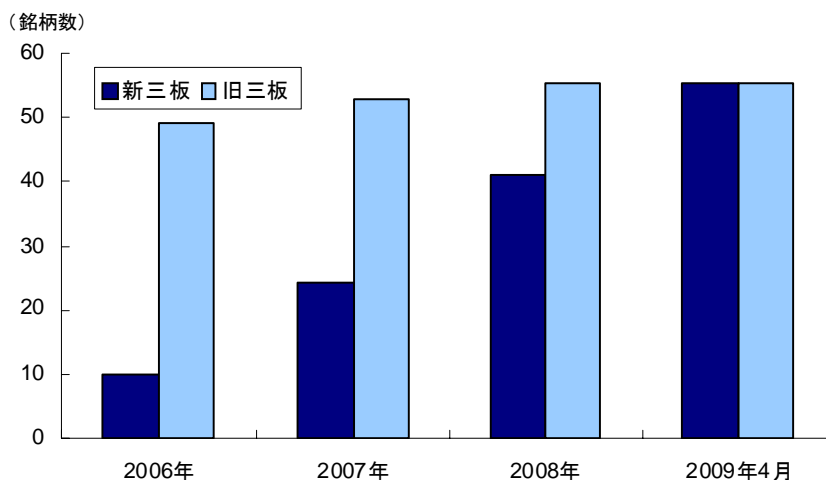
まず、両市場の規模を見ると、2009年4月末時点で、旧三板・新三板市場で110銘柄が取引されている。内訳は、旧三板、新三板市場とも55銘柄である（図表2）。店頭市場全体で、発行総額は118億6,564万元、時価総額は108億8,995万元、流通時価総額は46億6,273億元である¹²。ちなみに、2009年4月末時点でのメインボード（上海・深圳市場のA、B株）の時価総額は約17兆元、そのうち中小企業板は9,268億元である。

業種別に見ると、旧三板市場は、上場廃止銘柄の受け皿となっていることもあり、「総合」11社、不動産関連5社、非鉄・軽金属関連5社、ソフトウェア4社、農業関連4社等と多くの業種にわたっている。一方、新三板は、コンピュータ・ソフトウェア関連21社、通信設備製造7社、専用器械・計器3社、化学薬品関連3社、バイオ薬品2社等となっており、広義IT産業・ハイテク企業が中心である。

売買金額を見ると、旧三板・新三板合計で2007年は44.3億元、2008年は17.9億元にすぎず、大部分が旧三板市場での取引である（図表3）。ちなみに、2008年のメインボードの売買金額は約25兆元、うち中小企業板は約1兆6,637億元である。

業種の上では新三板市場の方が新興市場のイメージに近いものの、取引は特に新三板で少ない。2008年初から取引データのとれる25銘柄について見ると、2008年1年間を通して、1回も取引の無かった銘柄が1社、1回が5社、2回と3回がそれぞれ2社という状況

図表2 三板・新三板の銘柄数（年末）

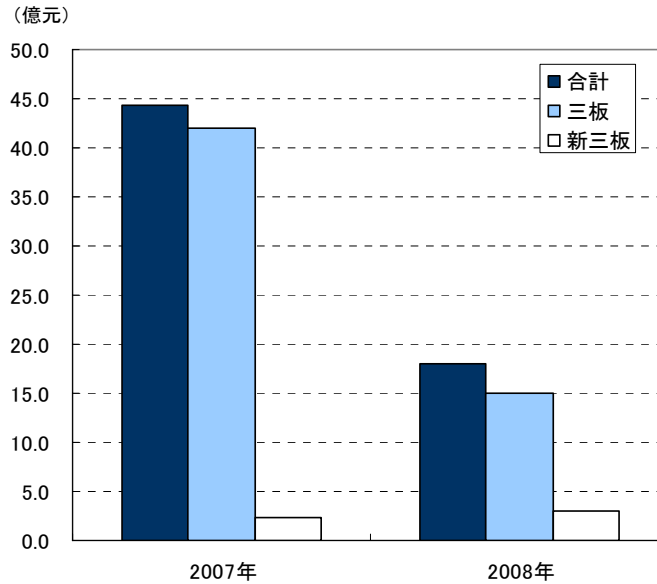


（出所）中国証券業協会資料より野村資本市場研究所作成

¹¹ 制度の説明は、主に中国証券業協会のウェブサイトの資料を参考にした。

¹² 後述するように新三板市場では、新規発行の株式等について一定のロックアップ期間がある。

図表3 三板・新三板市場の取引金額



(出所) 中国証券業協会資料より野村資本市場研究所作成

である。このように、現段階では、旧三板・新三板市場の規模は、資本市場全体から見て極めて小さいと言える。

2. 旧三板市場の制度

次に、旧三板・新三板市場の制度を見る。旧三板・新三板市場とも監督・管理面では、証監会が基本的な方針を定める一方、証券業協会が具体的な規則を制定している。店頭市場である三板市場は、証券会社が中心的な役割を果たすことから、証券業協会が証券会社を通して市場を監督・管理を行う形である。

旧三板市場を見ると、まず、旧三板市場で取引する投資家は、取引前に、非上場会社株式の譲渡用の口座を開かねばならない。口座開設費用は、国内個人投資家が 30 元、国内機関投資家が 100 元、海外個人投資家が 4 米ドル、海外機関投資家が 15 米ドルである（海外投資家の取引は B 株についてである）。

次に、株式の売買制度を見ると、株式の注文時間は、午前 9 時半から 11 時半、午後 13 時から 15 時の間である。取引単位は 100 株で、注文は 100 株の整数倍となる（端株は一回限りで売却可能である）¹³。15 時前までは、取引可能価格が示される。取引可能価格とは、その時点までの売買注文を、板寄せ方式で取引成立させたと想定した場合の価格であり、10 時 30 分、11 時 30 分、14 時、14 時以降は 10 分毎、14 時 50 分以降は 1 分毎に提示される。実際の取引は 15 時の引け時点で板寄せ方式で決定された価格で行われる。

¹³ 呼び値の単位は、A 株が 0.01 元、B 株が 0.001 米ドルである。売買手数料は売買金額の 0.3% で、その他の費用は A 株とほぼ同様である。

この制度は取引透明度を高めることを理由に、2003年9月15日に導入されたものである。旧三板の値幅制限は、プラスマイナス5%である。また、証券業協会は、深圳証券取引所に、株式売買のリアルタイムでのモニターを委託している。

取引の頻度を見ると、純資産、純利益ともプラスの企業は週5日取引され、純資産がプラス、純利益がマイナスの場合は週3日、基本情報を開示していない場合やスポンサー証券会社（後述）と株式譲渡代行の委託合意を結んでいない場合は、週1回の取引となる。5日間取引される銘柄は、銘柄コードの最後に「5」が付く。同様に、3日間（月水金）取引される銘柄には「3」が、1日のみ（金曜日）の銘柄には「1」が付けられる。

旧三板市場は、スポンサー証券会社制度（中国語では「主弁券商」）を採っている。2009年5月現在、スポンサー証券会社は30社である。スポンサー証券の業務は、旧三板の取引銘柄の企業に対する指導等のスポンサー業務と株式譲渡の代行に関わる業務（委託取引業務）である。具体的には、上場廃止となった企業と株式譲渡代行の委託合意を結ぶこと（その後、新聞等に公告を出す）、旧三板で取引される企業の情報開示を監督・指導すること、情報開示義務を果たさない会社について、その企業の株式の譲渡を一時停止すること等である。

スポンサー証券となる条件は、①証券業協会会員であること、②総合類証券会社として（或いは総合類証券会社にならって）1年以上経営していること、③引受業務、外資株（B株）業務、インターネット証券委託業務資格を持つこと、④直近年度末の純資産が8億元以上、純資本が5億元以上であること、⑤経営状況が安定的で、財務状況が正常で、重大なリスクがないこと、⑥直近2年間に重大な違法行為・規則違反がないこと、⑦直近年度の財務報告について公認会計士による不適正意見や意見拒否がないこと、⑧株式譲渡代行業務の管理部門を設置すること（副総経理以上の管理職が当該業務の日常的管理の責任を負うこと。また、少なくとも2名の証券引受業務と証券取引業務に従事する有資格人員が配置され、専ら情報開示業務の責任を負うこと。その他の業務人員も証券従業資格を持つこと）、⑨20以上の営業店があり、その分布が合理的であること、⑩健全な内部統制制度とリスク防止制度を持つこと、⑪株式譲渡代行システムの技術標準に合致するシステムを持つこと、である。

三板市場の情報開示について見ると、5日間取引される会社は、上場会社の情報開示の基準¹⁴を参考に情報開示を行い、3日間取引される会社は、会計年度終了後4ヵ月以内に証券従業資格を持つ会計士事務所の監査を経た年度報告を公表しなければならない（1日取引の会社は定義上、情報開示を履行していない会社である）。情報開示は、証券会社のウェブと営業所でなされ、また、定期報告以外にも、重大事項や財務状況等が発生した場合、それぞれ規定された期間内に情報を開示する義務がある。

¹⁴ 例えば、上場会社の定期報告書の場合、年度報告（会計年度終了後4ヵ月以内）、半期報告（上半期終了後2ヵ月以内）、四半期報告（第3月、第9月後1ヵ月以内）の開示義務がある。詳しくは、野村資本市場研究所（2007）。

3. 新三板市場の制度

1) 割当増資

2006年1月に「証券会社の株式譲渡代行システムによる中関村科技園区の非上場株式会社株式の価格（呼び値）提示・譲渡の試行弁法」（以下、試行弁法）と7つの関連規則が発表された。そして、2009年6月に、試行弁法と関連規則の改定が発表され、7月6日から実施されている。

新三板市場は、旧三板市場と異なり、増資が可能である。また、取引方法は、注文を受けた証券会社が呼び値を提示し、証券会社間で相対取引を行う形である。新三板市場では、設立当初の1年間で10社が取引されるようになり、2008年末は41社、2009年4月末時点で55社が取引されるまで拡大している。

まず、企業が新三板市場での取引銘柄となるための条件は、①満2年間存続していること、②本業が突出しており、持続的経営能力を有すること、③企業統治構造が健全で、運営が規範にあっていること、④株式発行と譲渡が合法的であること、⑤北京市政府の新三板試行企業の資格があること、及び、⑥証券業協会が要求するその他の条件となっている¹⁵。

次に、取引銘柄となるためには、取締役会・株主総会の決議、新三板試行企業資格の申請、呼び値提示・譲渡合意の締結、スポンサー証券会社によるデューデリジェンス、スポンサー証券会社から証券業協会への取扱銘柄推薦書の提出、証券業協会の書類確認、株式の集中登記といった一連の手続きを踏む必要がある。株式の登記は、中国証券登記決算公司の深圳子会社でなされ、当初登記される株式は、スポンサー証券会社が委託管理する。また、情報開示の一環として、取扱銘柄となった企業は、企業の基本状況等を含む説明書を発表しなければならない。

新三板市場では、中小ハイテク企業の成長を促す主旨から、旧三板と異なり企業は増資することができ、実際、2006年末から新三板で取引されている企業の割当増資が始まっている。

増資は、スポンサー証券会社の指導を受けて、取締役会で割当増資の案を確定し、株主総会の決議、当局への登録を経て可能になる。但し、割当増資後の株主総数は200人を越えてはならないとされている。このため、証券法上の非公開発行になり（証券法第10条）、広告・勧誘等は禁止される。割当先となる投資家は、増資に関する取締役会を開く前に、私的協議を通じて事前に決められる。具体的には、戦略投資家等が含まれる。

このように、新三板市場は、分類上「非上場・非公開（非公衆）」企業を扱っている。既に見たように、旧三板市場は、上場廃止企業が含まれるため「非上場・公開

¹⁵ 2009年7月の改定前の条件は、①設立後満3年を経過した企業であること、②北京市政府の新三板試行企業の資格があること、③本業が突出していること、④継続した経営記録があること、⑤企業統治構造が健全であること等であった。

（公衆）」企業を扱っていることから、この点でも、三板・新三板市場の性質は異なっている。

割当増資の際は、通常、発行株式の一定割合（70%前後）が優先的に既存株主に割り当てられる。これは、既存株主が株主総会を経て決める。残りの部分（と既存株主分のうち既存株主が申し込まなかった部分）が新たな株主に割当てられる。長期投資が目的の投資家を引き入れるという観点から、新株のロックアップ期間は1年間となっている。

2009年5月末現在で、9社が割当増資を行っている。上述した手続きにより、比較的速く増資することが可能で、取締役会から増資完了まで平均で3ヵ月程度である。一方、資金調達規模は、これまでのところあまり大きくなく、9件合計の増資額は3.96億元にとどまっている。

増資に応じている投資家を見ると、機関投資家が23社、ベンチャーキャピタル（VC）が15社となっており、VCが新三板市場の企業も投資対象としていることがわかる¹⁶。

2) 取引方法と情報開示

新三板市場に参加する投資家は、メインボード（深圳）のA株口座を使用する¹⁷。売買は、旧三板の板寄せ方式とは異なり、証券会社間の相対取引である。基本的には、投資家が証券会社に売買を委託し、その証券会社が呼び値通知システムにおいて呼び値を提示して、売買の相手方を見つける¹⁸。そして、売り手と買い手両者間で譲渡協議が成立した後、再度呼び値通知システムを通して売買を成立させる。改定試行弁法では、効率を高めるために一種の指値注文による取引方法も加えられた。例えば売り注文にマッチする買い注文を出せば取引が成立する。注文時間は、月曜から金曜までの9時半から11時半と、13時から15時である。また、取引は最低3万株からである。

新三板市場で委託売買を行う証券会社は、証券業協会が認める業務資格を持っていないといけない。資格の条件は、①直近年度末の純資産が8億元以上、純資本が5億元以上であること、②15以上の営業店があることと③証券業協会が規定するその他の条件である¹⁹。2009年5月現在、28社が新三板市場で委託売買業務に従事している。

情報開示について見ると、上述したように、当初、取引銘柄となる際に企業の説明書を発表しなければならない。これは、企業の基本状況、取締役・監査役・管理職・コア技術を持つ職員の株式保有状況、企業の業務・技術、発展の目標・リスク、企業

¹⁶ 証券日報 2009年2月11日

¹⁷ 2009年7月の試行弁法改定までは、非上場株式会社の株式譲渡用の口座を開設しなければならなかった。これは、旧三板の口座と同じもので、旧三板市場用に既に開設している場合は新たに開く必要はなかった。

¹⁸ なお、投資家は呼び値通報システムを通さず相手方を見つけてもよい。

¹⁹ 2009年7月の試行弁法改定までは、旧三板市場のスポンサー証券の業務資格を持っていること等が条件であった。

統治、財務会計等の情報を含む。また、会計年度終了後4ヵ月以内に年度報告書、年度の上半期終了後2ヵ月以内に半期報告書を発表することも義務付けられている。

年度報告書は、①企業の基本状況、②直近2年間の財務データ・指標、③直近1年間の資本金の変化と年度末における売却解禁株式数、④株主数、上位10株主の保有株式数・その変動・年度末における譲渡可能株式数と上位10株主相互間の関連、⑤取締役・監査役・管理職・コア技術を持つ職員の株式保有状況、⑥取締役会の経営・財務状況・キャッシュフロー分析及び利益分配案と重大事項説明、⑦監査意見と監査済みの貸借対照表・損益計算書・キャッシュフロー表等の内容を含む。半期報告書もほぼ同様の内容であるが、基本的に監査は不要である。また、四半期報告書を会計年度の第3月、第9月の後1ヶ月以内に発表してもよい。さらに、経営方針・範囲、支配株主・実質的な支配者に重大な変化が生じた場合や、重大な損失が発生する或いは予想される場合等は、事態発生から2取引日以内にスポンサー証券に報告し、且つ情報開示しなければならない。

IV 三板市場の課題と動き始めた改革

1. 動き始めた改革

三板市場の抱える問題点は、上述したように売買金額が大きくなく、流動性が不足していることである。このため、三板市場、特に、将来の新興企業の発掘の役割を果たすことが期待されている新三板市場は、企業価値の評価・企業資金調達のための提供といった本来期待されている機能をうまく果たしていない。投資家と資金調達側の企業の双方にとって、あまり魅力のある市場でなく、また、証券会社にとっても三板市場は利が薄いビジネスとなっているため、市場参加者（企業、投資家、証券会社）が積極的でなく、流動性がさらに不足するという悪循環が見られる。

こうした中で、2009年2月に証券業協会は、三板市場の拡大をテーマに第1回目の「株式譲渡代行についての工作会議」を開き、三板市場の改善に向けて動いた模様である²⁰。そして、上述したように、6月に新三板市場についての試行弁法が改定され、7月6日より実施されている。既に見たように、旧三板市場と新三板市場では企業の質が異なっており、やはり、今後の発展の重点は新興企業発掘の役割が期待される新三板市場であろう。

今回の試行弁法改定により、新三板市場について従来から指摘されてきたいくつかの課題に手が打たれた。

第一に、投資家にとって口座開設が不便である点については、新たに新三板用の口座を

²⁰ 各種報道による。例えば、「醞釀已久的三板市場即将啓動重大制度改革（長らく準備過程にあった三板市場、間もなく重大制度改革を開始）」経済参考報、2009年2月25日、「深交所調研機構投資家 新三板改革奧運後実施（深圳取引所は機関投資家を調査、新三板改革は五輪後に実施）」21世紀経済報道、2008年6月24日等を参考にした。

開く必要がなくなり、深圳 A 株口座を使用できるようになった。加えて、手続きも電子化され、さらに、相場情報も従来は新三板のウェブサイト上でしか入手できなかったが、委託売買に従事する証券会社の営業店等からも入手できるようになった。

第二に、企業が新三板市場での取引銘柄となるための条件が、これまでの「設立後 3 年経過」から 2 年間に短縮された。取引銘柄を増加させる意図がある。

第三に、取引される企業数を増やす動きと並行して、リスク軽減の措置も採られた。これまでは、取引最低単位を 3 万株にすることで、個人投資家については、リスク許容度を持った人のみに絞るという考え方であったが、改定試行弁法では投資家の範囲を、基本的に機関投資家（法人、信託、パートナーシップ企業を含む）に制限し、取引銘柄となる前から株式を保有している個人株主等の例外を除いて、個人投資家は市場に参加できなくなった。

第四に、同じく市場の質を維持する目的のために、情報開示が強化された。従来の年度報告書に加えて、半期報告書の発表が義務付けられ、任意ではあるが四半期報告書も加わった。また、財務諸表については、貸借対照表、損益計算書に加えて、キャッシュフロー表を発表しなければならなくなった。

第五に、市場の流動性の改善に関しては、上述したように取引方法（指値注文）が追加された。また、企業が新三板市場で取引銘柄になった時点での既存株式のロックアップ期間も緩和された。従来の規則は、すべての既存株式の株主について、当該企業株式が新三板市場で取引されるようになった時点及び、その 1 年後と 2 年後の 3 回に分けて、保有株式の 3 分の 1 ずつが譲渡可能になっていくというものであった。改定試行弁法では、支配株主・実質的支配者のロックアップ期間はそのままとする一方、取締役、監査役、高級管理職については会社法に基づき 1 年間とされた²¹。

2. 今後の三板市場改革

試行弁法の主な改定内容は上述の通りであるが、従来から指摘されてきた課題のうち今回の改定では取り上げられなかったものもあることから、今後も改革が続くことが期待されている²²。

第一に、企業側は、三板市場から創業板、或いは、メインボードに上がっていくメカニズムを期待している。具体的には、上場手続きの迅速化等である。三板市場からメインボードに上場した例は、これまでもあるが、正式な新規公开发行の手続きを踏んだものである²³。

この点については、「绿色通道」構想がある。「绿色通道」とは、店頭市場から創業板・メインボードへの上場を容易にする仕組みである。2007 年 1 月に、証監会の尚福林

²¹ その他の株主についても、会社法と証券法に基づくものとされた。

²² 注 20 参照。また、筆者の三板市場関係者へのインタビューも参考にした。

²³ 実際の動きとしては、2007 年 7 月に、上場廃止により旧三板で取引されていた「粵传媒」が中小企業板上場した。また、2009 年 7 月には、新三板の「久其軟件」の中小企業板上場が認可された。

主席は、①当局の一元的な管理下にある全国的な場外取引市場の構築と、②メインボードや創業板上場条件に達した店頭市場企業を、上場手続き面で優遇することによる上場プロセスの短縮化を表明している。創業板が設立された現在、「绿色通道」の実現に向けた動きも具体化してくる可能性がある。

第二は、市場取引の活発化である。市場の流動性を高めるために、マーケットメイカー制度の導入が考慮されている。現状では、証券会社は顧客の注文を取り次ぐのみであるが、マーケットメイカー制度の下では、スポンサー証券が、推薦した企業が増資する際に、その株式を購入・保有し、その保有株式によって顧客からの注文に応じることが考えられている。

第三に、新三板市場の全国への拡大が計画されている。2007年10月に証監会は、武漢東湖開発区での店頭取引市場の試行を認めた。そして、2008年に証券業協会は、他のハイテクパークのハイテク企業の予備的な登録を受理し始め、また、中関村科技園区以外に54のハイテクパークと合意を結び、それらのハイテクパークの企業を徐々に引き入れ、全国的な店頭市場を構築しようとしている。

このように、三板市場の改革は、今後も、市場参加者の利便性の向上、取扱銘柄となる企業数の増加と市場の質の向上、市場流動性の改善を図る方向で進んでいくと予想される。

<参考文献>

- ❖ 井上武「多層的な市場の構築を目指す中国株式市場」、『季刊中国資本市場研究』2007年 summer、東京国際研究クラブ
- ❖ 神宮健「中国の財産権取引所について」、『季刊中国資本市場研究』2009年 winter、東京国際研究クラブ
- ❖ 野村資本市場研究所『中国証券市場大全』、日本経済新聞出版社、2007年12月
- ❖ 胡汝銀編著『中国資本市場的發展与変遷』、世紀出版、2008年11月