

注目を集める中国店頭市場「新三板」の改革

塩島 晋

■ 要 約 ■

1. ベンチャー企業を対象とした中国の店頭株式市場である「新三板」が注目されている。背景として、中国政府がベンチャー企業の育成とイノベーションを奨励していることや、投資家の裾野拡大に向けた制度改革が相次いで行われたことが挙げられる。国内機関投資家だけでなく、国内個人投資家、海外機関投資家も新三板に投資をすることが可能となり、日本の投資家にとっても重要な投資先になり得るものと考えられる。
2. 新三板は、3階層の市場区分を導入しており、登録企業の時価総額や利益等の財務状況に応じて、上から「精選層」、「創新層」、「基礎層」の順番となっている。2019年末時点で、新三板の登録企業数は8,953社、時価総額は2.9兆元（約45兆円）、資金調達額は年間で264億元（3,960億円）、投資家数は機関投資家が約58,900口座、適格投資家が約387,300口座となっている。
3. 新三板を巡る主要な制度改革としては、適格外国機関投資家（QFII）及び人民幣建て適格外国機関投資家（RQFII）による投資の解禁、公募ファンドによる投資の解禁、新三板に投資可能な個人投資家の範囲拡大などがある。いずれも投資家の裾野を拡げる試みと言える。
4. 日本でも、私募証券の発行・流通市場の発展が重要な課題となる中、今後の新三板の市場の動向は、日本のプライベートマーケット活性化の参照事例としても、注目に値する。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 関根栄一「中国におけるイノベーション型企業向け上場制度改革」『野村資本市場クォーターリー』2018年秋号。
- ・ 神宮健「中国店頭株式市場（三板市場）の現状と課題」『野村資本市場クォーターリー』2009年夏号。

I はじめに

近年、中国では、主にベンチャー企業を対象とした店頭株式市場である「新三板」が注目されている。新三板が注目される背景として、第一に、中国政府がベンチャー企業の育成とイノベーションを奨励していることが挙げられる。その中で新三板の登録基準は、中国の新興企業向け市場である上海証券取引所の科創板の登録基準及び深圳証券取引所の創業板の上場基準¹に比べハードルが低く、新興企業にとって資金調達しやすい環境だとされている。第二に、投資家の裾野拡大に向けた制度改正が相次いで行われたことが挙げられる。新三板は 2019 年より、外国人機関投資家に対する開放措置、公募ファンドの投資対象への追加、参加可能な個人投資家の範囲拡大等の制度改正を立て続けに行ってきた。これにより、国内機関投資家だけでなく、国内個人投資家、海外機関投資家も新三板に投資をすることが可能となった。こうした背景から、今後、新三板の一層の活性化が予想される。

新三板は日本の投資家にとっても重要な投資先になり得るものと考えられる。そこで本稿では、中国の証券市場の構造や新三板の概要と現状について整理したうえで、新三板を巡る近年の制度改正について解説する。

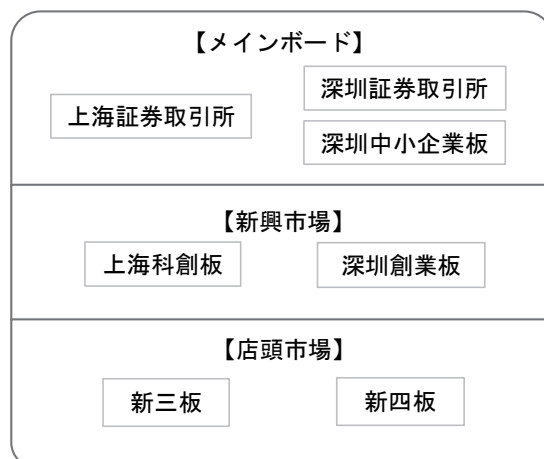
II 中国証券市場の構造

中国の証券市場は、図表 1 のように、大きく 3 つに分けられている。上海証券取引所と深圳証券取引所、深圳中小企業板（中小企業向け市場）は、中国の区分ではメインボード（一板市場）と位置付けられ、日本では東証一部・二部に相当する。上場基準が最も厳しく、「上場直近 3 会計年度が全て黒字であり、かつ直近 3 会計年度の累計で 3,000 万元以上の純利益」「上場直前 3 会計年度の累計で、営業活動によるネット・キャッシュフローが 5,000 万元以上、または売上高が 3 億元以上」「直近期末で繰越欠損金がない」などの要件を満たさなければならない。なお、メインボードは中国証券監督管理委員会（以下、証監会）が所管する。

中国の区分で新興市場（二板市場）と位置付けられる科創板及び創業板は、企業の将来性が重視される新興企業向け市場であり、日本の東証マザーズや JASDAQ に相当する市場といえる。登録の条件として、科創板は「想定時価総額が 10 億元以上、直近 2 年間の純利益がいずれも黒字、且つ累計で 5,000 万元以上」「証監会の審査は不要で、登録制を採用」などとされ、創業板は「直近 2 年間連続黒字、2 年間の純利益が累計で 1,000 万元以上、又は、直近 1 年間黒字、営業収入が 5,000 万元以上」などとされている。このように、数値基準はあるものの、メインボードに比べると緩いものとなっている。なお、新興市場も、証監会が所管する。

¹ 証監会は 2020 年 4 月 27 日、「創業板での発行登録制度の試行に関する管理弁法（パブリックコメント）」を発表した。同弁法が公布されれば、創業板も登録制度が採用される。

図表 1 中国証券市場の全体像



(出所) 中国証券監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

店頭市場である新三板は登録制であるため、科創板や創業板ほど厳格な利益要件を満たす必要がなく、さらに証監会の審査も不要である。また、メインボード、新興市場と同様に、証監会が所管する。

新四板²も新三板と同じく登録制の店頭市場である。大きな違いとして、新四板は、地方人民政府が指定する地方金融機関が運営しており、適格投資家（後述）及び国内機関投資家のみが投資可能な市場であるため、発行体の登録条件は新三板よりも大幅に緩やかなものとなっている。具体的には、直近の会計年度の財務会計報告に虚偽の記載がなく、これまでに重大な違法行為がないことのみが条件になっている³。

III 新三板の概要と現状

1. 新三板の概要

証監会によると、新三板とは、中国国務院（内閣）から認可を得て、証券法に基づいて設立された全国規模の店頭取引プラットフォームである。新三板は通称であり、2012年に設立された全国中小企業株式譲渡システム有限会社が運営・管理する「全国中小企業株式譲渡システム」が正式名称である。新三板は証監会が監督し、中国証券業協会が具体的

² 新四板は通称であり、正式名称は「地域性株式市場」という。2019年末時点で、全国に34の地域性株式市場があり、2万社が登録されている。これまでに800社が上海・深圳証券取引所、新三板に指定替えしている実績がある。2017年5月に証監会が発表した「地域株式市場監視管理試行弁法」により、新四板は証監会の監督対象となった。

³ 新四板は専ら国内投資家向けの地場市場と位置付けられる。本稿では、中国政府がベンチャー企業育成の一環で後押しし、国際的な展開を見せつつある新三板市場を紹介することとする。

な規則を制定する。機関投資家及び適格投資家（プロとして扱われる個人投資家）⁴を対象とする市場のため、発行体の登録条件は上場市場ほど厳しくはなく、ビジネスモデル、経営方針やコーポレートガバナンスなどの観点から、以下の6つの登録条件が定められている。

- 1) 設立から2年以上経った株式会社であること。有限会社が株式会社に転換した場合には、存続期間は有限会社の設立日から起算する。
- 2) 業務が明確で、経営を持続する能力を有すること。
- 3) 会社のガバナンスが健全で、法を順守した会社経営が行われていること。
- 4) 株主の権利が明確で、株式の発行・流通が法律に違反していないこと。
- 5) スポンサー証券会社の推薦を得て、持続的な監督・指導を受けていること。
- 6) 全国株式譲渡システム運営会社が要求する、その他の条件を満たしていること。

三板の歴史は、老三板（旧三板）と新三板に分けられる。老三板の起源は2001年で、上場廃止銘柄や、廃止された取引システムで取引されていた銘柄を対象とし、追加発行による資金調達はできなかった。老三板は現在では、新三板と同じく全国中小企業株式譲渡システム有限会社が運営しており、引き続き上場廃止銘柄の取引をしている。

これに対して新三板は、2006年にハイテク企業が集積する北京の中関村科技園区（サイエンスパーク）内の企業に限定して登録が開始された。2012年には、新三板の対象を、上海の張江高新技术産業開発区、武漢の東湖高新技术産業開発区、天津の滨海高新区の企業に拡大し、2013年には全国の企業の登録が可能となった。また、2013年には、ハイテク企業の制限が撤廃され、あらゆるセクターの企業が登録できるようになった。

新三板は、3階層の市場区分を導入している。2017年に「基礎層」及び「創新層」が、2019年には新たに「精選層」が追加され、登録企業の時価総額や利益等の財務状況に応じて、上から「精選層」、「創新層」、「基礎層」の順番となっている。こうした仕組みは、投資家にとって投資分析の効率性やリスク軽減に、発行体にとっては資金調達の精度を高めることに繋がり、優良企業の流動性を確保するものとされている。企業が新三板の基礎層、創新層、精選層に登録するには、各層における条件のいずれかを満たす必要がある。

2020年7月末時点では、基礎層が7,275社、創新層が1,201社、精選層は32社となっている（図表2）。また、全国中小企業株式譲渡システム有限会社によると、2020年7月に精選層に登録された銘柄の取引が開始された。なお、精選層に登録された会社はITや新型コロナウイルス関連が多く、ソフトウェア及び情報技術サービス業や通信及び電子設備製造業、医薬品製造業が半数を占めている。

⁴ 金融資産の最低額（市場区分によって100万元、150万元、200万元に分かれる）を満たす以外にも、①2年以上の証券、ファンド、先物取引の経験、②2年以上の金融商品の設計、投資、リスク管理および関連業務の経歴、③銀行、ファンド運用会社などの金融機関の高級管理職の経歴のいずれかを満たす必要がある。

図表 2 市場階層の内訳

日時	市場階層 (単位:社)			
	基礎層	創新層	精選層	合計
2020/7/31	7,275	1,201	32	8,508
2019/12/31	8,286	667	-	8,953
2018/12/28	9,777	914	-	10,691
2017/12/29	10,277	1,353	-	11,630
2016/12/30	9,211	952	-	10,163

(出所) 全国中小企業株式譲渡システムより野村資本市場研究所作成

基礎層：

- 1) 直近2年間の営業利益が1,000万元以上⁵。
- 2) 年末の株主資本総額が500万元以上。
- 3) 年末の1株当たり純資産が1元以上。

創新層：

- 1) 直近2年間の純利益が1,000万元以上、直近2年の加重平均純資産収益率が平均8%以上、株主資本総額は2,000万元以上。
- 2) 直近2年間の営業利益が6,000万元以上、年平均成長率が50%以上、株主資本総額は2,000万元以上。
- 3) 直近60日間の時価総額が6億元以上、株主資本総額が5,000万元以上。かつ、マーケットメイク方式を採用した場合、マーケットメイカーを6社以上。

精選層：

- 1) 時価総額が2億元以上、直近2年間の純利益が1,500万元以上、加重平均純資産収益率が8%以上。または、直近1年間の純利益が2,500万元以上、加重平均純資産収益率が8%以上。
- 2) 時価総額が4億元以上、直近2年間の営業利益が1億元以上、直近1年間の売上高の伸び率が30%以上、直近1年間の営業活動によるキャッシュ・フローの純額が黒字。
- 3) 時価総額が8億元以上、直近2年間の営業利益が2億元以上、直近2年間の研究開発投資の合計が直近2年間の営業利益に占める割合が8%以上。
- 4) 時価総額が15億元以上、直近2年間の研究開発投資総額が5,000万元以上。

⁵ 研究開発が長期化したことにより営業利益が1,000万元以下になった場合、前期末の純資産が3,000万元以上で除外される。

2. 新三板の現状

2019年末時点で、新三板の登録企業数は8,953社、時価総額は2.9兆元（約45.2兆円⁶）、資金調達額は年間で264億元（3,960億円）、投資家数は機関投資家が約5万8,900口座、適格投資家が約38万7,300口座となっている。2012年から2017年まで新三板は成長し続け、2017年のピーク時では、登録企業数は11,630社、時価総額は4.9兆元（約73.5兆円）となった。しかし、2018年以降、新三板の登録企業数、時価総額、資金調達額は低下傾向に転じた（図表3）。

新三板の登録企業数・時価総額減少の背景としては、①2018年の金融引き締め策を受けた中小企業の資金繰り悪化や米中貿易摩擦を受けて、中国株式市場全体が低迷したこと、②2019年の科创板の開始により、ベンチャー企業が科创板に流れたことが挙げられる。

新三板の登録企業をセクター別にみると、2019年末時点で、最も多いのは製造業であり、4,409社（49.25%）となっている（図表4）。その中でもインフラ設備関連が570社、パソコン、通信、その他電子機器関連が527社となっている。製造業に次いで、ITソリューションサービス業が1,725社（19.27%）と登録数が多く、キャッシュレス決済、自動運転、非対面教育、旅行サービス、インターネット情報管理システム、生物・神経・顔・指紋認識の技術研究開発等、中国政府が率先してIT関連のイノベーション企業を強化・促進していることがわかる。地域別では、広東省が1,225社と登録企業が最も多く、次いで北京市1,134社、江蘇省1,021社となっている。

近年では、日本企業が新三板に登録するケースも見受けられる。例えば、レカム株式会社及び日本電計株式会社の子会社、ぴあ株式会社の合弁会社は、中国顧客のニーズに応えるべく、事業展開の起点となる拠点を中国に設立し、中国における個人投資家、ひいては消費者の間における知名度向上等を目的として新三板に登録している。

図表3 新三板の上場企業数、時価総額、資金調達額、投資家口座数の推移

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
上場企業数(社)	200	356	1,572	5,129	10,163	11,630	10,691	8,953
時価総額(億元)	336.10	553.06	4,591.42	24,584.42	40,558.11	49,404.56	34,487.26	29,399.60
資金調達額(億元)	8.59	10.02	129.99	1,216.17	1,390.89	1,336.25	604.43	264.63
機関投資家口座数(人)	937	1,088	4,695	22,700	38,500	51,200	56,300	58,900
個人投資家口座数(人)	4,313	7,436	43,980	198,600	295,700	357,400	377,500	387,300

(注) 1. 資金調達額は株式と優先株式の合算。

2. 年末値。ただし、資金調達額は年間値。

(出所) 全国中小企業株式譲渡システムより野村資本市場研究所作成

⁶ 2019年12月31日時点の為替レート1元=15.59円（出所はブルームバーグ）。

図表 4 新三板のセクター別登録企業数

セクター別	2019年末	
	上場企業数	割合
製造業	4,409	49.25%
ITソリューションサービス業	1,725	19.27%
リース・商務サービス業	465	5.19%
科学研究・技術サービス業	442	4.94%
卸売、小売業	400	4.47%
建築業	304	3.40%
文化、体育・娯楽業	202	2.26%
農、林、牧、漁業	200	2.23%
水利、環境・公共設備管理業	161	1.80%
交通運輸、倉庫・郵政業	156	1.74%
金融業	115	1.28%
エネルギー・水産供給業	111	1.24%
不動産業	71	0.79%
教育	70	0.78%
保健医療ソーシャルワーク	38	0.42%
採掘業	32	0.36%
宿泊・飲食業	28	0.31%
居住・清掃サービス業	24	0.27%
合計	8,953社	100%

(出所) 全国中小企業株式譲渡システムより野村資本市場研究所作成

IV 新三板を巡る制度改革

1. 株主数の規制緩和

2012年9月28日、「非上場公衆公司監督管理弁法」が証監会によって公布され、2013年12月26日に施行された。施行前は、非上場会社の株主数は200人以内でなければならないとされており、中国では「200人問題」と言われ、より多くの投資家からの資金調達を求める非上場会社にとって大きな障壁になっていた。

同法の施行により、株主数が200人を超える企業については、証監会に申請して認可を得れば登録が可能となった⁷。これにより、新三板の最大の課題とされた株主数200人の制限が緩和された。

2. 取引方法の変更

2017年12月22日、新三板を運営する全国中小企業株式譲渡システム有限会社は、「全国中小企業株式譲渡システムの株式譲渡細則」を制定した。新三板の取引制度改革とも言われ、新三板が健全で持続的な発展を遂げるための基礎を築き、ハイレベルな改革を推進していくことを目的とする。それまでは、協議譲渡（相対）方式とマーケットメイク方式

⁷ 株主数が200人未満の企業による新三板への登録申請に係る手続きには変更はない。

図表 5 取引方式別の企業数

日時	取引方式 (単位:社)			合計
	マーケットメイク	オークション	協議譲渡(相対)	
2020/2/28	668	8,155	-	8,823
2019/12/31	692	8,261	-	8,953
2018/12/28	1,086	9,605	-	10,691
2017/12/29	1,343	-	10,287	11,630
2016/12/30	1,659	-	8,509	10,168

(出所) 全国中小企業株式譲渡システムより野村資本市場研究所作成

の2種類の方法で取引されていたが、同制度改革により、2018年1月15日以降は、協議譲渡方式がなくなり、マーケットメイク方式とオークション方式の2種類となった。オークション方式を導入したことで、極端な価格による取引がなくなり、株価操作による不正取引が大幅に減少し、取引の精度が著しく改善された、と捉えられている。図表5にあるように、マーケットメイク方式とオークション方式を比べると、オークション方式は12倍以上の8,155社の発行体が採用している。

マーケットメイク方式では、登録企業1社に対して2社以上のマーケットメイカーが求められる。2020年6月末時点で76社の証券会社がマーケットメイカーになっており、中国の地場証券会社が大半である。2018年以降の新三板の低迷を受けて、マーケットメイク方式、オークション方式の両方が減少しているが、特にマーケットメイク方式は大幅に減少している。理由としては、前述の通り、優良ベンチャー企業が科创板に流れたことにより、新三板に登録されていた優良企業が減少し、結果的にマーケットメイカーにとっての妙味が低下したものと考えられる。

3. 発行体は新三板及び香港取引所の同時登録・上場が可能に

2018年4月21日、香港取引所と全国中小企業株式譲渡システム有限会社は、新三板と香港取引所で登録・上場に関する相互提携の覚書を締結した。発行体は、新三板の登録条件と香港取引所の上場条件の基準を満たせば、同時に登録・上場が可能になる。香港取引所に上場された新三板銘柄は海外個人投資家においても投資が可能となる。2019年7月末時点で、8社の企業が同時上場を実現している。

4. QFII 及び RQFII を巡る制度改正

2018年6月15日に国務院は「外資を積極的に利用し、質の高い経済発展を推進するための措置に関する通知」を公布した。同通知により、中国における外資系企業は新三板銘柄への投資が許可された。また、全国中小企業株式譲渡システム有限会社は、将来的に外資系企業と新三板に関連する制度、適格外国機関投資家及び人民元建て適格外国機関投資

家の制度を整備し、外資系企業が新三板銘柄に投資をできるようにしていくとした。

証監会は2019年1月31日、「適格外国機関投資家及び人民元建て適格外国機関投資家の国内証券先物⁸投資管理弁法（パブリックコメント）」及び関連規則の改正に関する意見を公布し、2020年9月25日に施行した。証監会は、現行の適格外国機関投資家（QFII）/人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）制度⁹における参入条件、投資条件、監督管理が新たな資本市場の環境にそぐわないとし、現行のQFII/RQFII制度の改正を検討した。その結果、QFII/RQFIIの両制度の許認可登録手続きの性質が似ていることから、QFII制度の規則内容を基礎とし、RQFIIの規則内容を吸収統合するなどの改正を決定した。具体的には、下記の通りである。

- ① QFII/RQFIIの両制度を統合し、一度の申請で外貨または人民元での投資を可能とする。
- ② 制度統合後の参入条件を緩和し、QFII/RQFIIの申請機関に対して、経営年数及び資産規模等の数量基準を撤廃、投資家の申請文書を簡略化、証監会及び中国国家外為管理局の審査を20営業日以内とする。
- ③ QFII/RQFIIの投資範囲を拡大し、(a) 新三板の登録銘柄、(b) 債券買い戻し、(c) 私募投資ファンド、(d) 金融先物、(e) 商品先物、(f) オプション等も投資対象に加える。
- ④ QFII/RQFIIが口座管理を委託する中国のカストディアン¹⁰の更なる合理化を促進する。QFII/RQFIIは、従来1機関1カストディアンであったところ、1機関が複数のカストディアンに委託することが可能となる。複数のカストディアンに委託するQFII/RQFIIは、主要なカストディアンを証監会及び中国国家外為管理局に報告することが求められる。
- ⑤ 証監会及び中国国家外為管理局は、カストディアンに取引情報を提供させ、QFII/RQFIIまたはカストディアンに違反行為があれば処罰をする。

また、2019年12月13日に中国人民銀行及び中国国家外為管理局は、「外国機関投資家の国内証券先物投資資金管理規定（パブリックコメント）」の草案を公表し、2020年5月7日に公布、2020年6月6日に施行した。中国人民銀行及び中国国家外為管理局は、QFII/RQFIIの投資限度額の規制が、中国金融市場の開放の流れにそぐわず、投資限度額があることにより海外機関投資家にとって不利益が生じ、国内金融市場の更なる発展にも不利益になるとした。その上で、QFII/RQFIIの投資限度額の撤廃及びQFII/RQFIIそれぞれに存在していた資金管理規定の統合等を決定した。具体的には、下記の通りである。

- ① 投資限度額の撤廃。QFII/RQFIIは、投資額に関する中国国家外為管理局の承認を求められない。その代わりに、証監会が発行する証券先物業務許可証を取得した後、

⁸ 証券先物投資は、国内証券の現物・先物及び商品先物を指す。

⁹ QFII制度では、条件を満たした海外機関投資家が与えられた投資枠内で、中国資本市場で証券投資を行うことができる。一方、RQFII制度では、海外機関投資家が与えられた限度内の外貨で人民元を購入し、中国国内の証券市場に投資することができる。

- QFII/RQFII が委託契約したカストディアンから中国国家外為管理局に業務登録を代理申請し、投資のための委託口座を開設することが求められる。
- ② QFII/RQFII に対して、これまで QFII は外貨建て決済、RQFII は人民元建て決済とそれぞれ管理を明確に区分していたが、その区分を統合した。また、QFII/RQFII の送金時期と通貨を選択できるようになった。
 - ③ 送金時の手続きの簡略化。QFII/RQFII は、カストディアンと納税承諾書に署名しておけば、送金手続きが可能となり、従来必要とされた会計監査報告書及び税務報告書の提供が不要となる。
 - ④ QFII/RQFII が複数の中国のカストディアンに口座管理を委託することを容認。複数のカストディアンに委託する QFII/RQFII は、1 社のカストディアンを主報告者に指定しなければならない。
 - ⑤ 海外機関投資家の証券先物取引の為替リスク及び投資リスクの管理を強化。QFII/RQFII は、外国為替デリバティブ業務の申請資格を持つカストディアン、または外国為替デリバティブ取扱業者である国内金融機関を通じて、外国為替デリバティブ取引を行うこと認められた。
 - ⑥ 中国人民銀行、中国国家外為管理局による監督管理を強化。QFII/RQFII の名称など重要情報の変更、カストディアンの主報告者の変更は、10 日以内に中国国家外為管理局へ申請する。また、カストディアンは QFII/RQFII の資金を入出金する際に法令順守等の審査を行い、さらにマネーロンダリングやテロ資金供与の対策を履行するよう求められる。QFII/RQFII はカストディアンに協力し、カストディアンから要請があれば資料及び情報の提供をしなければならない。

同規定により、QFII/RQFII は、中国国内の株式や債券を購入するために投資枠の承認を受ける必要がなくなり、事前登録で済むこととなった。証監会及び国家外為管理局は、QFII/RQFII 制度の統合及び投資枠の承認を不要とすることについて、海外機関投資家が中国市場へ参入しやすくすること、外国資本の流入促進を目的としている。新三板にとっては、対外開放と成熟化に向けての第一歩となり得るものと考えられる。

5. 公募ファンドの投資対象の拡大

証監会は 2019 年 10 月 25 日、「公募証券投資ファンドによる新三板登録株式への投資に関するガイドライン（パブリックコメント）」を発表した。新三板登録株式への投資は、これまで私募投資基金（私募ファンド）のみ認められていたが、同ガイドラインにより、公募投資基金（公募ファンド）による投資も認められることとなった。

新三板において公募ファンドが投資可能となるのは、精選層に登録された銘柄に限られる。公募ファンドの運用会社は、新三板の精選層銘柄に投資する際、健全な投資決定メカニズムとリスク管理、株式の選別基準を明確にしなければならない。また、公募ファンド

の運用会社は、年次報告書、半期報告書および四半期報告書において、新三板の精選層銘柄の保有総額、精選層銘柄の時価総額がファンド純資産に占める割合、保有する精選層銘柄の詳細を開示しなければならない。

上記制度改正を受け、2020年6月3日に、証監会は6社の公募ファンド会社に新三板の精選層への投資を承認した。なお、6社の公募ファンド会社は、華夏基金、匯添富基金、南方基金、富国基金、万家基金、招商基金である。

6. 新三板に投資可能な個人投資家の範囲拡大

証監会は2019年12月27日、「全国中小企業株式譲渡システムにおける投資家の適格性管理弁法」を改正した。同弁法により、適格投資家が新三板に参加するための金融資産に係る基準が緩和された。以前は、適格投資家が新三板に参加するために保有すべき金融資産の最低額は一律500万元とされていたが、同弁法により、投資家が新三板に参加するために保有すべき金融資産の最低額は、精選層、創新層、基礎層において、それぞれ100万元、150万元、200万元に引き下げられた。これにより、新三板に投資できる適格投資家の範囲が拡大し、より多くの個人投資家が、一定のリスクを前提としつつ、ベンチャー企業の成長の恩恵を享受することができるようになった。

7. 「メインボード」、 「新興市場」 への指定替えに係る制度改訂

証監会は2020年3月6日、「中国証監会による新三板登録企業の指定替えに関する指導意見（パブリックコメント）」を発表した。同指導意見において、新三板の登録企業の指定替え（鞍替え）に関する制度改訂を行った。具体的には、メインボード、新興市場への指定替えについて、①新三板の精選層の登録企業であること、②精選層に登録されてから満一年が経過した企業であること、③上場基準を満たしている企業であること、が条件とされた。

申請のプロセスは、企業が指定替えの申請書を証券会社に提出し、証券会社が代理で取引所に提出する。取引所は申請内容を審査し、申請した企業の鞍替えの承認がなされる。従来必要だった証監会の承認は不要となる。改めて、精選層が科创板や創業板などの新興企業向け市場へのステップアップ市場と位置づけられたと言える。

V 結びにかえて

1990年12月に上海証券取引所が開設されてから、間もなく30年となる。その間、中国の証券市場では、メインボードの市場整備から始まり、昨年の新興市場である科创板の市場整備を経て、今年の新三板に係る制度改正が実現した。新三板に係る制度改正は、中国政府肝煎りの政策である多層的な資本市場構想の実現に向けた総仕上げと言えよう。

足元では、米中貿易摩擦の更なる激化や新型コロナウイルスの感染の抑制で、中国の経済成長に多大な影響が生じており、短期的にはコロナ禍への政策対応が優先課題となっている。しかし長期的には、新三板の制度改革を実施することで、より多くの内外の個人投資家及び機関投資家による中国のプライベートマーケット投資への門戸を開き、広範な中国企業に成長資金を供給し、中国資本市場の多層的な発展、ひいては中国経済全体の持続可能な発展を企図したものと言えよう。

プライベートマーケット投資は、世界的に注目度が高まっている分野と言える。例えば、米国では株式投資型クラウドファンディングの規制緩和やプライベートマーケット投資に参画できる個人投資家の範囲拡大が実施されている¹⁰。中国における新三板の改革も、同様の文脈に位置付けられる。即ち、中国の新三板は、米国の OTC マーケットグループと同様、上場へのステップアップ市場であると同時に、上場廃止企業の受け皿としても機能しており、その改革は、中国資本市場の根本に関わるものと言えよう。

日本においても、日本証券業協会が非上場株式の取引等について総合的に検討を行うため、2018年10月3日に「非上場株式の取引等に関するワーキング・グループ」において、議論を開始している。また、2020年7月に政府が公表した成長戦略フォローアップに「企業による資金調達の円滑化や証券取引の多様化・高度化を図る観点から、投資者保護の視点にも十分留意しつつ、クラウドファンディング制度や非上場有価証券の取引の改善等について検討を行う」と記載されている。今後の更なる少子高齢化の進展を踏まえれば、新たな成長の源を確保するために、あらゆる方面からの工夫が不可欠と考えられる。その中において、私募証券の発行・流通市場の発展は、極めて重要なポイントとなろう。日本にとって、今後の新三板の市場の動向は、有望な投資対象を見出す場という意味にとどまらず、プライベートマーケット活性化の参照事例としても、注目に値する。

¹⁰ 詳細は、岡田功太「コロナ禍で注目を集める米国の株式型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号、岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組み—自衛力認定投資家の規制緩和を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2020年秋号を参照。