

中国の財産権取引所について<sup>1</sup>

神宮 健

## ■ 要 約 ■

1. 中国の財産権取引所（中国語で「産権交易所」）は、財産権（同「産権」）を専門に取引する市場であり、現在、全国で 200 カ所以上存在する。国有企業の破産、不良債権処理、業務整理、非国有資本の引き入れや、民間企業の非上場株の譲渡等に利用されている。
2. 財産権取引所は、1980 年代末に各地方の国有企業改革において国有財産権の譲渡を行なうために生まれた。このため、財産権取引所の誕生は行政的色彩が濃かった。
3. 法規面では、2004 年 2 月の「企業国有財産権譲渡管理暫定弁法」（通称「3 号令」）が、国有財産権の譲渡を規範化し、財産権取引所の発展に重要な役割を果たしている。実際、財産権取引所の取引金額は、2003 年の約 1,000 億元から、2007 年には約 3,600 億元へと速いペースで増加してきた。
4. 現在の問題として、地方政府の財産権取引所への関与、監督管理や規則の不統一、地域による市場分断、違法行為等から市場の効率が低下していることがあり、これらの点を改善する必要がある。
5. 今後の産権取引所の発展の方向について見ると、第一に、取引の多様化がある。財産権取引所では、プライベート・エクイティ（PE）ファンドが投資先の調査や資金回収を行うことが可能であり、PE 投資の市場として発展する素地を持っている。また、2008 年には、北京、上海、天津で環境取引所が設立された。
6. 第二に、財産権取引所は、非上場株の取引の点で、資本市場の多層化とも関係すると見られる。中国の資本市場の将来の姿を考える上では、メインボード、中小企業ボード、創業ボード（設立予定）、店頭市場に加えて、財産権取引所の動きも考慮する必要があるだろう。

<sup>1</sup> 本稿は、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.2-4 より転載している。

## I はじめに

中国の財産権取引所（中国語で「産権交易所」）は、財産権（同「産権」）を専門に取引する市場である。現在、財産権取引所は、全国で200ヵ所以上存在している。そして、財産権は、2003年秋の共産党第16期中央委員会第3回会議（第16期三中全会）の「社会主義市場経済体制を改善する若干の問題に関する決定」において、「物権・債権・株権・知的所有権などの各種財産権を含む」ものとされている。なお、第16期三中全会の「決定」は、金融改革や資本市場改革全般について述べており、その後の資本市場改革につながった重要な文書である。

財産権取引所は1980年代末の設立当初、国有企業改革において国有資産の譲渡を円滑に行う役割を課されていた。この点は、株式市場が1990年に設立された際、国有企業の資金調達に用いられたことに類似する。しかし、最近では、資本市場改革と同様、財産権取引所においても市場メカニズムの発揮が重視されてきている。また、今後は、PE（プライベート・エクイティ）投資や、資本市場改革の一環である資本市場の多層化の観点からも注目を集めるようになって見られる。

## II これまでの経緯

まず、財産権取引所の発展の経緯を振り返る。財産権取引所は、中国が計画経済から市場経済へ移行する過程で生まれたもので、各地方の国有企業改革において国有企業へ非国有資本を導入したり、リストラしたりする際に、国有財産権の譲渡を行なうことが任務であった。この点で、財産権取引所の誕生は行政的色彩が極めて濃いものであった。

最初の財産権取引所は1988年に武漢で設立された。その後1年間で、全国で25の取引所が生まれた。この時期は、譲渡する国有財産権の価格等を政府が決定する政府主導の市場であった。財産権取引所が本格的に発展するのは、1992年の鄧小平の南巡講話以降の経済発展の時期である。全国で200以上の財産権取引所が設立された。但し、急激に財産権取引所が増加したために財産権取引が無秩序になり、国有資産の流出を招いた。このため、1994年4月に財産権取引所とその活動は国務院（内閣に相当）の通知により一時停止された。

その後、国務院は、1995～6年に国有財産権の譲渡についての監督管理や国有財産権の登記を強化し、財産権取引所は再開したものの、再び、非上場企業の株式の取引を通じて国有資産が大量に流出した<sup>2</sup>。1998年に、国務院は、こうした取引を行っていた財産権取引所を、非合法の場外株式取引を行っているとみなし閉鎖した。これにより他の財産権取引

<sup>2</sup> 中国では、正確には株式会社の場合「株式」、有限会社の場合「持分」であるが、本文では、原則両者とも株式としている。

所の発展も影響を受けた<sup>3</sup>。

その後、証券監督管理委員会（以下、証監会）の財産権取引所についての「非分割、非連続、非標準化」の原則により、財産権取引所は、国有資産を分割し、標準化した商品にして連続的に取引することを事実上禁止された。国有資産の流出を避ける措置であると同時に、これにより一般の資本市場と財産権取引所は今日まで一線を画すことになっている。

1998年の財産権取引所の整理の後、1999年には、ハイテク産業振興政策もあり、多くの地域で技術財産権取引所が設立された。そして、2002年以降、中国がWTOに加盟したこともあり、経済構造改革や国有企業改革が加速し、企業のリストラ、M&Aが増加した。この結果、財産権取引所も再び活況を呈するようになった。そして、2002年には、北京、天津等の7つの財産権取引所が共同で中国北方財産権取引共同市場を設立した<sup>4</sup>。

2003年には、省庁再編があり、国有資産管理委員会（以下、国資委）が発足した。これにより、国有資産（例えば国有企業）の管理体制上の問題に手が打たれ、国有資産管理機能は中央・地方政府レベルの国資委に集中された<sup>5</sup>。そして、2003年中に、国有企業の本業と本業以外の業務の分離、中央国有企業の経営者の業績考査、国有企業の改革・再編（リストラ、合併、株式会社化、国有株の売却・増資による非国有部門の株式保有比率の上昇等）についての法規が矢継ぎ早に発表された。同じく2003年10月には、冒頭で述べたように第16期三中全会で、「産権」は物権・債権・株権・知的所有権などの各種財産権を含むと定義された。これらの展開によって、国有企業改革はさらに進展し、財産権取引も促進されることになった。

2003年12月には、国資委と財政部が連名で「企業国有財産権譲渡管理暫定弁法」（国資委・財政部令第3号、2004年2月1日実施、略称「3号令」、詳細は後述）を発表した。この「3号令」は国有財産権の譲渡を規範化する法律で、今日も有効であり、財産権取引所の発展の上で重要な役割を果たしている。また、2004年8月には、「3号令」を補足する形で、国資委は「企業の国有財産権の譲渡の問題に関する通知」を発表している。

その後の財産権取引所の発展を取引金額で見ると、2003年の約1,000億元から2004年は2,000億元弱とほぼ倍増し、2007年には約3,600億元へと速いペースで増加している。規模の増加の一方で、財産権取引所の多様化の動きも見られる。各地方政府が、ベンチャー投資やハイテク投資のさらなる促進に動き始めており、例えば、2003年に北京では中関村技術財産権取引所が設立されている。

また、2008年8月には、「北京環境取引所」、「上海環境エネルギー取引所」が発足し、9月には「天津排出量取引所」が設立された<sup>6</sup>。

<sup>3</sup> 以上の二段落は、「上海国資」（2008）、劉・衛（2007）を参考にした。

<sup>4</sup> 馬・高・張・陳（2003）、任（2008）。

<sup>5</sup> 具体的には、国有資産の所有者は国であるが、実際には所有者の権限が複数の政府部門に分かれており、結果として国有資産がうまく管理できていなかった状況を改善するため、各政府部門の国有資産管理機能を中央・地方政府レベルの国資委に集中させた。神宮・李（2003）。

<sup>6</sup> 北京環境取引所には、北京財産権取引所等が出資、天津排出量取引所には、米シカゴ気候取引所、天津財産権取引所等が出資している。

### III 財産権取引所の現状と法規

#### 1. 財産権取引所の現状

財産権取引所は、現在、中国全体で 200 ヶ所以上存在する。このうち、国資委が、中央国有企業（中央政府が管轄する国有企業）の財産権取引を認めている「中央級」の取引所として、上海聯合財産権取引所、北京財産権取引所、天津財産権取引センター、重慶聯合財産権取引所がある。そして、各省・自治区・直轄市の国有資産管理機関が選定した「省級」取引所が 65 ヶ所あり、残りは「地級」の取引所である<sup>7</sup>。最近では、取引所の統一に向かう流れも見られており、会員取引所間で情報共有等を進める地域性の共同市場が形成されている。具体的には、上海聯合財産権取引所を中心とする長江流域財産権取引共同市場、天津財産権取引センターを中心とする北方財産権取引共同市場、青島財産権取引所を中心とする黄河流域財産権取引共同市場、西部財産権取引所を中心とする西部財産権取引共同市場の 4 共同市場である<sup>8</sup>。

財産権取引所の規模を見ると、2007 年の取引件数は 35,958 件（2006 年は、33,541 件）、取引金額は 3,582.0 億元（2006 年 3,193.9 億元）である（図表 1）。ちなみに、2007 年の A 株市場の取引金額は、市場の過熱もあり 45 兆 4,771 億元で、2006 年は 8 兆 9,217 億元であった。後述するように、財産権取引は基本的に一回性が強いことから、A 株市場における資金調達額（IPO・増資）も見ておくと、2007 年は 7,723 億元、2006 年は 2,464 億元であった。なお、産権取引所の収入は、取引所会員の会費と取引手数料である<sup>9</sup>。

財産権取引の地域別の内訳を見ると、長江流域共同市場が取引件数で 57.9%、取引金額で 49.3% を占め、北方共同市場が件数で 25.3%、金額で 39.9% を占める（図表 1）。個別の取引所では、取引金額で見て、上海聯合財産権取引所が 956.9 億元、北京財産権取引所 643.7 億元、武漢光谷聯合財産権取引所 346.9 億元、広州財産権取引所 346.7 億元、天津財産権取引所 340.0 億元となり、上位 5 取引所で全体の約 4 分の 3 を占めている（図表 2）。

図表 1 財産権取引所の状況（2007 年）

	(件、億元)			
	取引件数	シェア(%)	取引金額	シェア(%)
長江流域共同市場	20,821	57.9	1,766.6	49.3
北方共同市場	9,097	25.3	1,429.6	39.9
その他	6,040	16.8	385.8	10.8
合計	35,958	100.0	3,582.0	100.0

(出所) 中国産権市場年鑑 2008 より野村資本市場研究所作成

<sup>7</sup> 中国の地方政府は、上から省、地級市、県級市・県、郷鎮と 4 段階になっている。

<sup>8</sup> 北京財産権取引所 <http://www.cbex.com.cn/>

<sup>9</sup> 取引手数料は、北京財産権取引所の例では、取引額 1,000 万元以下で 0.2%、1,000 万元超 1 億元以下で 0.1%、1 億元超は 0.05% である。売買双方に課される。

次に、実際の取引の形態を、北京財産権取引所が紹介している例で見ると、破産した国有企業の競売による譲渡、AMC（金融資産管理会社）の持つ「債転株」（銀行の不良債権を AMC が買い取った後、融資先企業の株に転換したもの）の譲渡、国有企業が本業に資源を集中するための一部の業務（子会社等）の協議譲渡、国有独資企業が株主構成を多様化するための外資への競売による持分の譲渡等がある。このように国有企業については、破産、不良債権処理、業務（子会社等）整理、所有制改革に使われている。また、上述したように民間企業の株式譲渡等も行われている<sup>10</sup>。

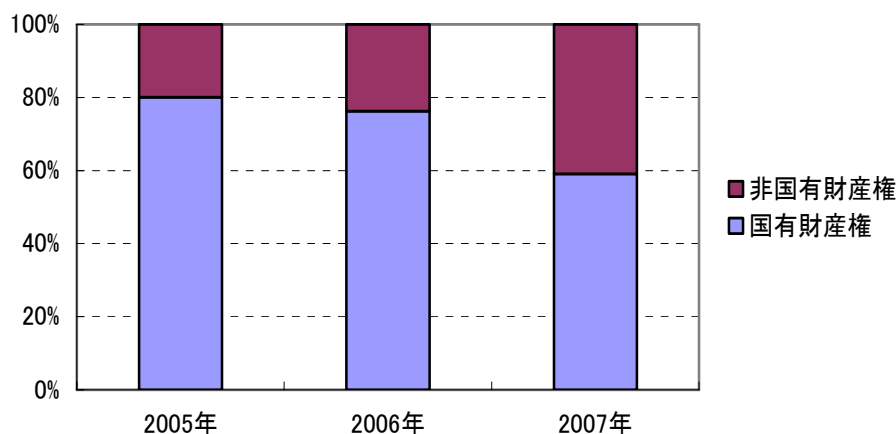
取引金額に占める国有財産権取引の割合を見ると、2005年 80.04%、2006年 76.26%、2007年 59.08%と低下している（図表3）。今後3～5年間は、中央政府の国有資産のうち少なくとも3分の1に関して、本業への資源集中等の調整が必要とされ、約2兆元の潜在的な取引があるとされる<sup>11</sup>。但し、長期的に見れば、国有企業の改革が進むにつれて、国有財産権取引も少なくなっていくことが予想されている。

図表2 財産権取引所の取引金額（上位5取引所、2007年）

(億元)		
財産権取引所	取引金額	シェア(%)
上海聯合	956.9	26.7
北京	643.7	18.0
武漢光谷聯合	346.9	9.7
広州	346.7	9.7
天津	340.0	9.5
上位5取引所 小計	2,634.2	73.5
全体	3,582.0	100.0

(出所) 中国産権市場年鑑 2008 より野村資本市場研究所作成

図表3 財産権市場の取引金額（財産種類別シェア）



(出所) 中国産権市場年鑑 2008 より野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> 北京財産権取引所

<sup>11</sup> 新浪産権交易頻道、他「中国産権市場 2007 年度報告」（2008）

## 2. 法規と手続き

法規面では、上述のように「企業国有財産権譲渡管理暫定弁法」（「3号令」）が、特に財産権取引について定めた規則として重要である。これは、規則名の通り、国有財産権の譲渡・取引の規範化と監督管理強化の規定であり、非国有財産権については定めていない。このため、非国有財産権の譲渡については、財産権取引所によってルールが異なり、統一されていない。

同弁法は、国有資産監督管理機関や国有企業が、その所有する企業国有財産権を、国内外の法人、自然人、その他の組織（以下、購入者）に有償譲渡する場合に適用される（第2条）。但し、金融類の国有財産権の譲渡と上場企業の国有株譲渡は、国家の関連規定に基づいて執行する（第2条）。

同弁法で、企業国有財産権とは、国家の企業に対する各種方式での投入により形成された権益、国有及び国有支配企業の各種投資によって形成された権益、及び、その他法律で定める国家の所有する権益とされる（第2条）。企業国有財産権の譲渡は、法によって設立された財産権取引所でなされなければならない（第4条）。

監督管理面を見ると、企業国有財産権の取引の監督管理制度と弁法を制定するのは、国有資産監督管理機関である（第8条（一））。なお、国有資産監督管理機関は、「出資企業」の国有財産権の譲渡事項を決定或いは承認する（第8条（二））。出資企業とは、国有資産監督管理機関が国や地方政府から授権して出資者責任を果たしている国有企業のことである。

次に、企業の国有財産権譲渡の手続きを見る。まず、当該企業の内部で手続きに則り審議がなされる。この際、従業員の利益に影響がある場合は、従業員代表大会から譲渡についての意見を聞き、譲渡後の職員の再就職・配置について従業員代表大会の討論を経なければならない（第11条）。

譲渡決定後は、譲渡側の企業は、帳簿や資産・負債を洗い直し、資産負債表・資産譲渡台帳を作り、会計事務所の監査を受ける（第12条）。監査の後、譲渡側企業は資産評価機関に資産評価を委託する。資産評価報告は、譲渡価格決定の参考にされる。譲渡価格が評価価格の90%より低くなる場合は、譲渡取引を一時停止し、関連認可機関の同意を得た後、取引を続行できる（第13条）。

次に、譲渡側の企業は、財産権譲渡公告を財産権取引所に委託して、省以上で公開発行されている新聞と財産権取引所のウェブに載せ、購入者を募らなければならない。財産権譲渡の公告期間は20営業日である（第14条）。譲渡側は、購入者について、その資質、信用、経営状況等について必要な条件を要求することができる（第15条）。購入者が外国（及び、香港特別行政区、マカオ特別行政区、台湾）の法人、自然人、その他の組織である場合、購入者は、国务院の「外商投資の方向の指導規定」やその他の関連規定を満たさなければならない（第16条）。

公募期間を経て、購入希望者が2者以上になった場合、譲渡側は財産権取引所と協議の

上、譲渡対象の具体的な状況に基づいて、競売あるいは入札方式を採用する（第 17 条）。購入希望者が 1 者の場合や、関連規定に基づいて国有資産監督管理機関が認可する場合は、協議譲渡方式を採ることができる（第 18 条）。いずれの方法を採るにしても、取引成立後に譲渡側と購入側は譲渡契約を結ぶ。契約には取引双方や譲渡産権に関する基本的情報の他、譲渡産権に関わる従業員の再就職・配置についての案が含まれる。ちなみに、2007 年の取引の類型を見ると、協議譲渡が全体の 52.3%、競売 23.5%、入札 7.0%、その他 17.2%である<sup>12</sup>。

以上は、国有財産権権についての弁法であり、上述したように、非国有財産権の取引については各地で定められている。例えば、北京市では「北京市財産権取引管理規定」（2002 年 1 月実施、2005 年 6 月修正）により、譲渡手続き、監査・資産評価、取引方式（競売、入札、協議譲渡）、譲渡契約内容等が定められている。

なお、上述したように国の関連規定に基づいて行うことになっている金融類の国有財産権の譲渡については、2007 年に「金融類企業国有財産権譲渡の管理暫定弁法」の草案が財政部によって発表されている。金融類国有財産権譲渡とは、具体的には、国有銀行、証券、保険会社等の国有株式譲渡等である。同草案によれば、非上場の国有金融機関の財産権の譲渡は、財産権取引所で行わなければならない、情報公開、購入者の募集、競売・入札がなされると規定されている<sup>13</sup>。

## IV 今後の課題と発展の方向

### 1. 今後の課題

最後に財産権取引所の今後の課題と発展の方向性を考える。

まず、財産権取引所の課題を考える上では、財産権取引所が効率的に資源を配分する機能を持っているかどうか重要になる。この点では、第一に、地方政府の財産権取引所への関与があげられる。上述したように、財産権取引所は設立の経緯から、行政主導の色彩の濃い市場であった。多くの財産権取引所が地方政府の財政部門や科学技術部門と密接な関係があり、責任者も地方政府や国有企業から送られた人々である<sup>14</sup>。このため、いまだに地方政府が財産権取引所の取引に関与する弊害が指摘されている。

こうした過去からの弊害については、「3 号令」の確実な実施や取引所による市場メカニズムの強化等により改善していく必要がある。取引所の市場メカニズムの強化としては、取引所を、財政への依存の強い事業単位から株主の存在する企業に改組するといったことが考えられる。

<sup>12</sup> 長江流域産権交易共同市場他「中国産権市場年鑑」2008

<sup>13</sup> 各種報道による。

<sup>14</sup> 「中国産権市場 2007 年度報告」

第二に、監督管理や規則が統一されていないことがある。2007年における財産権取引所の主管部門を見ると、国資委が55%、財政部門が22%、その他が23%となっており、一定していない<sup>15</sup>。そして、過半を占める国資委にしても、既取引の約4割を占めている国有財産以外の取引については管轄外である。既に見たように非国有財産については、3号令のような全国統一基準は存在していない。このため、財産権取引所の協会を設立し、協会を自律的な監督管理機関にするという考えもある<sup>16</sup>。但し、どのような方法を採用にしても、地方政府の利害が絡むことが考えられるため、解決には時間を要する可能性には注意が必要である。

第三に、財産権取引所の地域的分散による市場分断の状況がある。既に見たように、全国には200以上の取引所があるものの、取引は一部の地域共同市場や財産権取引所に集中している。多くの取引所は取引額も小さく、今後何らかの形で淘汰されるものと思われる。

一方、シェアが集中している地域共同市場についても、共同市場間の協力はあまり無く、市場が地域により分断されている点が指摘されている。ちなみに2007年では、財産権取引所の所在する地域内での取引が全体の取引の79.1%を占めている<sup>17</sup>。また、中央国有企業の財産権取引が、4つの指定取引所で行われるように制限されていることにより、取引所間での自由な競争が阻害されているとの指摘もある<sup>18</sup>。

こうした状況から、中国全体で見た財産権市場の効率が低下している可能性があり、財産権取引所の再編が必要と思われる。ここで、将来の取引所の再編については、行政的に取引所業界の整理を進めるか、市場原理に依るかについては今のところ確定した路線はないようである。具体的な政策として、2008年2月に国資委は中央企業の国有財産権譲渡について、中央国有企業の財産権取引の指定4取引所が同時に情報を開示する制度を発表した。地域的な市場分断による弊害を改善する動きである。

第四に、取引面での規制により流動性が低くなっていることが指摘されている。1998年の規制により、財産権取引所では、標準化された商品の連続的な取引ができない。また、価格面でも、評価価格よりも低い価格では売却し難い。これらの点は、財産権取引所が多層的な資本市場に組み入れられるならば、解決しなければならない問題となる。

第五に、違法行為が依然として見られる。資産評価等を、定められた手続きによらず人為的に操作したり、情報をきちんと開示しないとといった違法行為により、譲渡側がコネのある購入者に安価で国有資産を流出させている場合がある。また、形式上は、財産権取引所を通していても、事実上は相対の場外取引となっている場合もある。これは、譲渡側が購入者の条件を要求できることを利用して、他の購入者を排除するような条件を提示することでなされる<sup>19</sup>。資源配分のみならず国家財政収入の観点からも改善すべき問題である。

<sup>15</sup> 「中国産権市場年鑑」2008

<sup>16</sup> 「中国産権市場2007年度報告」

<sup>17</sup> 「中国産権市場年鑑」2008

<sup>18</sup> 「中国産権市場2007年度報告」

<sup>19</sup> 関係者インタビューによる。



## 2. 今後の発展の方向

次に、今後の産権取引所の発展の方向について考える。第一は、取引範囲の拡大である。既に見たように、財産権取引所の取引における国有財産の割合は、趨勢として低下していく。このため、長期的に財産権取引所が発展していくためには新たなビジネス機会を作る必要がある。

新たな分野としては、①環境取引、森林権、鉱山権等と②中小企業金融等があげられる。環境取引所の設立は既述の通りであり、ここでは、中小企業金融の角度から考えることにする。

中国でも、中小企業に対する金融チャネルが不十分であることは長年の課題である。このため、財産権取引所が中小企業金融のプラットフォームと成り得るかどうかは今後注目される。

財産権取引所における取引を企業の資金調達の側面から整理すると、企業が、①増資する形と②財産権を譲渡する形に分けられる。前者による資金調達は、2004～2007年に700億元で、後者は同じく8,000億元である。ちなみに後者は、同時期のA株市場におけるIPO・増資による資金調達額1兆1,361億元の約70%である<sup>20</sup>。そして、この財産権取引所における企業の資金調達という側面で、今後、財産権取引所とPE投資、財産権取引所と資本市場の多層化が関係を持つてくる。

まず、PE投資から見ると、現時点でのPEファンド側の問題は、情報が収集し難いことと、エグジット（投資資金回収）が難しいことである<sup>21</sup>。ここで、PEファンドは、財産権譲渡側の企業の情報のある財産権取引所で投資先を探すことができる。また、PEファンドは既に投資した企業を、財産権取引所で他の投資家へ転売することもできる。そして、財産権を譲渡する企業側から見れば、戦略的な投資家を株主に引き入れ、同時に資金調達もできることになる。実際、上海聯合財産権取引所は、M&Aの重要なプラットフォームとなっており、産業構造調整、中小企業金融で重要な役割を果たしている<sup>22</sup>。このように、財産権取引所はPE投資の市場として発展する素地を持っている。

次に、財産権取引所と資本市場多層化との関係を見る。既に、取引の重点を設備等の実物資産から、企業の株式に移している財産権取引所も出てきており、財産権取引所は資本市場の特徴も持ち合わせてきている<sup>23</sup>。しかし、現時点では、財産権取引所は、証監会の発言などから判断すると、資本市場の多層化の計画の中には含まれていない。証監会の尚福林主席の描く証券市場の多層化は、①メインボード、②中小企業板（ボード）、③創業板（設立予定）、④場外市場（店頭取引）となっており、主管部門が異なる関係もあると思われるが、財産権取引所は入っていない。

資本市場と財産権取引所の足元での差異も大きい。両者とも国有企業改革の文脈で出現

<sup>20</sup> 徐（2008）

<sup>21</sup> 神宮・神山（2008）

<sup>22</sup> 蔡敏勇「私募股権投資与中国産権市場的新機遇」、北京財産権取引所

<sup>23</sup> 徐（2008）

した点は類似しているが、資本市場が現在全国レベルの市場となったのに対して、財産権取引所は未だに地方色が濃い。監督機関も資本市場が主に証監会であるのに対して、財産権取引所は主に国資委である。また、財産権取引所は、取引される対象（商品）が分割・標準化されていないこと、取引が連続的でないことが原則となっており、いわゆる資本市場の株式・債券取引と一線を画していることは既に見た通りである。

こうした状況から、財産権取引所が多層化した資本市場に組み入れられるには、既に述べた課題の解決に加えて監督機関の調整等が必要と見られる。

その一方で、既に財産権取引所は、ハイテク企業株式の取引に乗り出している。法律面から見ると、国务院のハイテク産業発展に関する文書が、財産権取引所での非上場ハイテク企業の株式流通について述べており、国が認定したハイテク・パークにおける非上場・非公開企業の株式取引は法的な基礎を持っていると考えられるからである<sup>24</sup>。そして、財産権取引所側には、非上場・非公開企業の株式取引を出発点に、財産権取引所の一部を資本市場に近づけていく意図があると見られる<sup>25</sup>。

最近では 2008 年 9 月に、非上場株の取引を行う天津株権取引所が設立された。また、北京には既述の中関村技術財産権取引所が 2003 年に設立されている。現在のところ、これらの取引所は、法規上の問題を避けるために、株主数 200 人以下の株、つまり非公開株を非連続的に取引している<sup>26</sup>。さらに、非上場株式の登記委託管理（名義書き換え等）のサービス提供に乗り出している財産権取引所もある<sup>27</sup>。

ここで、他の非上場株の取引市場との関係を考える必要がある。まず、上海・深センの証券取引所で上場廃止になった株式は、2001 年に導入された店頭取引の株式代行売買システム（通称、三板市場）で取引されている。つまり、三板市場では、非上場・公開発行の株式が取引されている。次に、2006 年に導入された中関村科学技術パークの新三板市場は、高成長のハイテク分野の非上場未公開会社の店頭取引市場である。つまり、新三板市場では、取引方法は財産権取引所とは異なるものの、非上場・非公開株が取引されているわけである。この部分では、財産権取引所（例えば天津株権取引所）と新三板市場の機能は重複している。

このため、中国の資本市場の多層化については、メインボード、中小企業板、創業板（設立予定）、店頭市場に加えて、財産権取引所（の一部の機能）の動きも考慮する必要がある。非上場株の分野で、店頭市場と財産権取引所の間で今後どのようにすみわけするのか、或いは、両者が一体化していくのか、或いは、新たな組織を作るのかといった点が今後問題になろう。但し、現時点でも既に状況が複雑になっており、関係者の間でも様々な

<sup>24</sup> 証券法（第 10 条）で、公開発行とは、①不特定の対象に発行する証券、②特定の対象向けに発行され、対象の累計が 200 人を超える証券、③法律、行政法規が規定するその他の発行行為とされる。

<sup>25</sup> 「中国産権市場 2007 年度報告」

<sup>26</sup> 天津株権取引所は天津産権取引センターを株主に含む。また、中関村技術産権取引所では、取引される株権をあまりに細かく分割することはできず、また、取引も最終的には譲渡側と購買側の交渉となる（関係者へのインタビューによる）。こうすることで、「非分割、非連続、非標準化」の原則に抵触しないようにしていると見られる。

<sup>27</sup> 「中国産権市場 2007 年度報告」

意見が見られ、監督当局も異なっていることから、今後、時間をかけて方向が模索されることになると思われる。

#### <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・神山「中国におけるプライベート・エクイティ市場の現状」、『季刊中国資本市場研究』2008年 summer、東京国際研究クラブ
- ❖ 神宮・李「『胡温体制』下で加速する市場経済移行」、『知的資産創造』2003年 NO.6、野村総合研究所
- ❖ 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
- ❖ 長江流域産権交易共同市場、他 「中国産権市場年鑑」2008、2007 上海社会科学院出版社
- ❖ 劉・衛「我国産権交易市場的現状分析」、中国証監会研究中心、2007年
- ❖ 馬・高・張・陳「中国技術産権交易所市場研究」、『中国軟科学』2003年第2期
- ❖ 任勝利「中国産権市場20年10件大事」、『産権導刊』、2008年8月
- ❖ 『上海国資』 「中国産権市場発展20年回顧」、2008年8月
- ❖ 新浪産権交易頻道、他 「中国産権市場2007年度報告」2008年
- ❖ 徐志炯「我国産権市場的功能解析及戰略定位」、「中国産権市場年鑑」2008、上海社会科学院出版社