



# 中国の店頭株式市場（三板市場）の 現状と課題

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、流動性が不足する悪循環が見られる。
5. 今後の課題は、取引される企業数と流動性の増加である。既に新三板市場は、中関村から全国のサイエンスパークへ拡大する方向にある。その一方で、情報開示を厳格にして市場の質の維持も図る必要がある。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。

## I. はじめに

本稿では、中国の店頭市場である三板市場<sup>1</sup>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

\* 神宮 健 梶野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

<sup>1</sup> 「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。

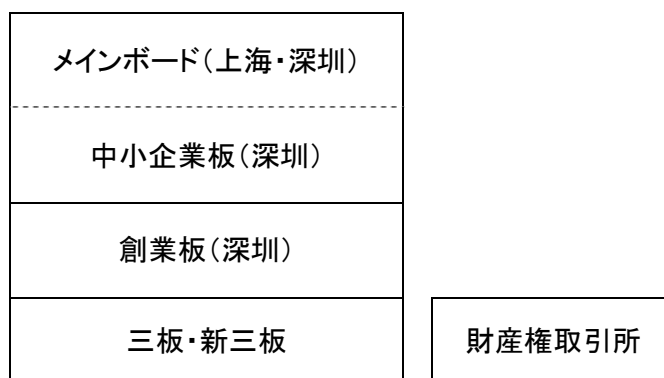
大任務の一つとして、店頭市場の改善・拡大を挙げており、今後は、規模・地域の両面で拡大することが予想される。また、2009年3月末に創業板市場の設立が決定されたことを受け、今後は、三板市場も重要性が増してくると思われる。

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务院の「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」（いわゆる国务院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）<sup>2</sup>。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。

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

<sup>2</sup> 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。

## 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、STAQ<sup>3</sup>とNET<sup>4</sup>という二つの取引システムが存在した。STAQとNETは、それぞれ国务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<sup>5</sup>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。

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、中国证券業協会は、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<sup>6</sup>。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<sup>7</sup>。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<sup>8</sup>。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

<sup>3</sup> 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。

<sup>4</sup> 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。

<sup>5</sup> 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。

<sup>6</sup> 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。

<sup>7</sup> 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。

<sup>8</sup> 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。

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<sup>9</sup>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学技術パーク（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。

## Ⅲ、旧三板・新三板市場の現状と制度

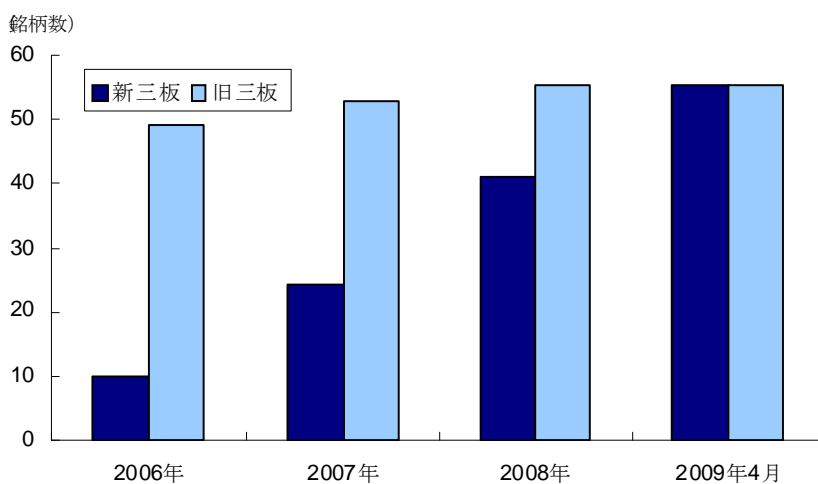
### 1. 現状

ここでは、旧三板・新三板市場の現状・制度について見る<sup>10</sup>。

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<sup>11</sup>。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

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

<sup>9</sup> 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。

<sup>10</sup> 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。

<sup>11</sup> 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。

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。

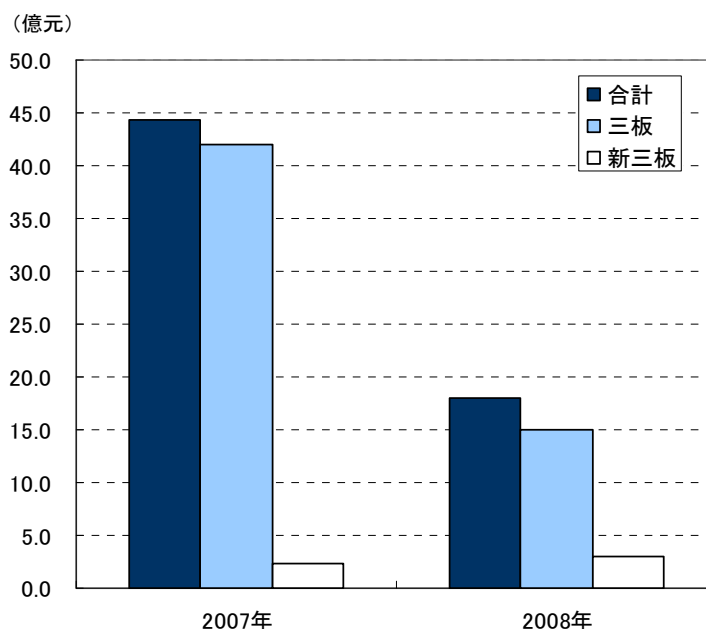
業種の上では新三板市場の方が新興市場のイメージに近いものの、取引は特に新三板で少ない。2008 年初から取引データのとれる 25 銘柄について見ると、2008 年 1 年間を通して、1 回も取引の無かった銘柄が 1 社、1 回が 5 社、2 回と 3 回がそれぞれ 2 社という状況である。このように、現段階では、旧三板・新三板市場の規模は、資本市場全体から見て極めて小さいと言える。

## 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）。株式の注文時間は、午前は 9 時半から 11 時半、午後は 13 時から 15 時の間である。そして、15 時に一括して板寄せ方式により取引がなされる。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）<sup>12</sup>。

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

<sup>12</sup> 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。

次に、株式の売買制度を見ると、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。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「主弁証券会社」）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）、⑨ 20 以上の営業部があり、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<sup>13</sup>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 ヶ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。

<sup>13</sup> 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 ヶ月以内）、半期報告（上半期終了後 2 ヶ月以内）、四半期報告（第 3 月、第 9 月後 1 ヶ月以内）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有限会社株式の価格（呼び値）提示・譲渡の試行弁法」と7つの関連規則が発表された。新三板市場は、旧三板市場と異なり、増資が可能である。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、新三板市場での取引銘柄となるための条件は、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る。

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る。具体的には、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。

増資について、明示的な規定は発表されていないが、具体的には、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増資可能となる。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、区分上、新三板市場は「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（公衆）」企業を扱っていることから、この点でも、三板・新三板市場の性質が異なっていることがわかる。

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）が新たな株主に割り当てられる。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12ヶ月となっている。

2008年末現在で、8社が割当増資を行っている（進行中のケースを含む）<sup>14</sup>。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、8件合計の増資額は4.3億元にとどまっている。

<sup>14</sup> 証券日報 2009年2月11日

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。

## 2) 取引方法と情報開示

一方、新三板市場に参加する投資家は、まず、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い。これは、旧三板と同じものであり、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い。口座開設費用は、個人口座が一口座 30 元、機関投資家が同 100 元である。

実際の売買は、旧三板の板寄せ方式とは異なり、証券会社間の相対取引となる。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ことによって売買を成立させる<sup>15</sup>。注文時間は、月曜から金曜までの 9 時半から 11 時半までと、13 時から 15 時までである。また、取引は最低 3 万株からである。これは、最低取引株数を 3 万株とすることで、一定のリスク許容度を持った個人投資家のみを市場に参加させるという意味がある。

委託売買を行う証券会社となる条件は、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、証券業協会から呼び値提示業務資格を取得していること、呼び値提示・譲渡業務の専門組織を設置した上で、専任職員を配置し、副総経理以上の管理職が日常業務管理の説明責任を負うこと等である。2009 年 5 月現在、28 社が資格を得ている。資格を得た証券会社は、中関村科学技術パークの企業を新三板へ推薦し、またその企業を指導し、情報開示を実行させるスポンサー証券会社の役割を果たすものと、呼び値提示を行うものに分かれる。

ここで、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、企業統治、財務会計等の情報を含む。また、会計年度終了後 4 ヶ月以内に年度報告を公表することも義務付けられている。これは、企業の基本状況、直近 2 年間の財務データ・指標、直近 1 年間の資本金の変化、上位 10 株主の保有株式数と相互関係、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、取締役会の経営・財務状況の分析と利益分配案と重大事項、監査意見と監査済みの貸借対照表・損益計算書等の内容を含む。さらに、経営方針・範囲、大株主・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. 三板市場の課題と今後の改革の方向

### 1. 依然として試験段階にある三板市場

現在、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り、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

<sup>15</sup> 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。



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、証券業者）が積極的でなく、流動性が不足するという悪循環が見られる。

三板市場、特に新三板市場が設立されてからの時間が短く、依然として試験段階にあることから、やむを得ないところもあるが、改善すべき点として、投資家、企業にとって利便性が低いことが指摘されている<sup>16</sup>。

具体的には、投資家側にとって、口座開設の手順が複雑なこと（例えば、新三板の場合、投資家は、証券会社で専用口座を開き、その後、決算機関である中国建設銀行で口座を開き入金して、その翌日売買可能となる）、メインボードの口座が使えないこと、具体的に注文を出す方法（電話、インターネット等）が証券会社によって異なること等があげられる。この利便性の改善については、三板の口座と深圳の A 株口座を合体する案等が考えられている。

一方、企業側は、第一に、三板から創業板、或いは、メインボードに上がっていくメカニズムに期待している。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、正式な新規公開発行の手続きを踏んだものである<sup>17</sup>。

これについては、「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、証監会の尚福林主席が、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、店頭市場で取引されている企業について、メインボードや創業板への上場条件に達した後、手続きの面で優遇してメインボードや創業板上場させることで、上場プロセスを短縮する旨表明している。創業板が設立された現在、次は「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。

第二に、新三板市場で取引銘柄になった時点で既存株式のロックアップが厳しいことも指摘される。現行の規則では、これらの既存株式の株主は、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 ずつを譲渡できる。これについては、支配株主・実質的支配者のロックアップ期間は現行のままとする一方、その他の株主のロックアップ期間は、会社法に基づき 1 年間とする案が考慮されている。

## 2. 三板改革の方向

以上で述べた改善点は、主に技術的なものである。一方、将来にわたり、三板市場が発展していくには、三板市場で取引される優良な企業が増加し、活発に取引が行われることが不可欠である。実際、2009 年 2 月に証券業協会は、三板市場の拡大をテーマに第一回目の「株式譲渡代行についての工作会議」を開いた模様である<sup>18</sup>。既に見たように、三板市場と新三板市場では、企業の質が異なるため、今後の発展の重点は、新興企業発掘の役割を果たすことが期待される新三板市場であろう。以下では新三板市場について見ることにする。

第一に、企業の増加については、新三板の取扱銘柄となるための条件のうち、「設立後満 3 年

<sup>16</sup> この節は各種報道による。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 新三板改革奥運後実施（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。

<sup>17</sup> 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「粵伝媒」がメインボードに再上場した。これが、三板市場からメインボード上場した最初の例となった。2008 年 7 月には、新三板の「久其軟件」が証監会から上場を承認されている。

<sup>18</sup> 注 16 参照。また、この節は、筆者の三板市場関係者へのインタビューも参考にした。

経過」を「2年経過」に緩和することが考えられている。

また、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、武漢東湖開發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、中関村科学技術パーク以外に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することを図っている。

第二に、取引される企業数を増やすにつれて、市場の質を維持することがより重要になってくる。この点で、資産負債表、損益計算書に加えて、キャッシュフロー表を發表すること、連続3年間損失を記録した企業や、規定期限内に年度會計報告を發表できなかった企業について、その株式に表示をつけること等、情報開示の強化が考慮されている。

また、スポンサー証券の権限と責任を強化する案もある。スポンサー証券に、スポンサーとなっている企業を取扱銘柄から外す権限を与える、というものである。例えば、ある企業が、虚偽の申請書によって取扱銘柄となった場合や取扱銘柄の条件を満たさなくなった場合など、証券会社はその企業とのスポンサー関係を解除する。その企業は、一定期間内に次のスポンサー証券会社を見つけられない場合、取扱銘柄ではなくなる。証券会社は、こうした権限を得る一方で、終身監督指導の義務を負う。これは、優良な企業を市場に引き入れると同時に、業績が振るわない企業を市場から退出させ、取引される企業の質を向上させるためである。

第三は、市場の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では、スポンサー証券は、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。

このように、三板市場の改革は、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、市場流動性の改善を通して市場を拡大す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』、日本經濟新聞出版社、2007年12月

胡汝銀編著『中国資本市場的発展与変遷』、世紀出版、2008年11月

## 著者紹介

神宮 健（じんぐう たけし）

株式会社野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

1961年生まれ。1983年早稲田大学政治経済学部卒、1988年 University of California Los Angeles (UCLA) アンダーソン・スクール卒、経営学修士。

1983年野村総合研究所入社。米国野村総合研究所、経済調査部経済調査室長、同アジア経済研究室長、香港野村総合研究所、野村証券北京代表処などを経て現職。

主要著書に『日本再生への処方箋』（共著）、『中国証券市場大全』（共著）などがある。



*Chinese Capital Markets Research*