



中国の創業板市場について

神宮 健*

要約

1. 中国では、長らく導入が待たれていた新興企業向け市場「創業板」が創設され、10月にも深圳証券取引所で動き始める。2001年頃、先進国でのITバブルの崩壊を受けて、創業板市場設立の話が立ち消えになった経緯があり、創業板は約10年の年月を経て漸く日の目を見ることになる。
2. 創業板が設立されたことで、中国の株式市場は、メインボード、（メインボード内の）中小企業板、創業板、新旧三板、及び財産権取引所の一部という多層構造となる。
3. 中国証券監督管理委員会は2009年3月31日、「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）を発表した。その後、関連の弁法・規定が発表され、7月からは上場申請の受付が始まり、10月には、審査を経て上場が始まると予想されている。
4. 創業板は、「自主创新（革新）と成長型の創業企業」に資金調達の間を提供するものである。上場条件は低くなる一方で、リスク回避策が打ち出されている。専門の発行審査委員会が設けられ、また、スポンサー証券会社を含む発行側各主体の責任も強化されている。さらに、適格投資家制度を導入し、個人投資家のリスク受容度も考慮している。
5. 創業板の設立は、PEファンド等の投資にエグジットの機会を提供する。中国におけるPE投資の難点の一つはエグジットであり、これまでは、海外上場が主であった。国内貯蓄が過剰な中で企業の資金調達の国内回帰が叫ばれており、創業板設立はそうした要請にも応えるものとなる。

I、創業板市場設立の経緯と意義

中国証券監督管理委員会（以下、証監会）は2009年3月31日、「株式新規公開発行・創業板上場管理暫定弁法」（5月1日施行）を発表した。これにより、長らく導入が待たれていた新興企業向け市場が深圳証券取引所に設立されることになった。2001年頃、先進国でのITバブルの崩壊を受けて、創業板市場設立の話が立ち消えになった経緯を考えると、創業板は10年近い年月を経て漸く日の目を見たことになる。

中国には、1980年代から政府主導で科学技術の発展を促進する中で、ハイテク企業の育成を資金面から支えるものとして、ベンチャーキャピタル（VC）を利用しようという考えがあった¹。これは、1996年の「促進科技成果轉化法（科学技術の成果の産業轉化の促進法）」（1996年）

¹ 神宮・神山（2008）参照。

* 神宮 健（梶野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表）

という法律の名前が示すように、科学技術の成果を産業化することが目的であった。一方、90年代後半には、徐々にVCファンドが発達し、90年代末から2000年には、創業板設立の機運が盛り上がり、2000年9月に証監会が創業板に関する試案を発表した頃には、いつ創業板が導入されてもおかしくない状況であった。しかし、同時期に、米国NASDAQを中心にITバブル崩壊が進み、一方、国内投資家やVCの成熟度不足もあったことから、創業板設立は延期された。

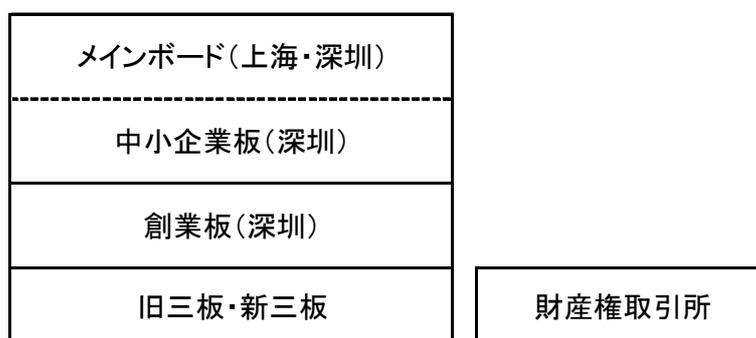
こうした経緯から、中国のベンチャー企業は、90年代末から海外上場を目指すようになった。しかし、2000年代前半には、ベンチャー企業の海外上場（いわゆるレッドチップ上場）が増加するにつれて、徐々に優良資産が海外流出しているとの批判が増えていった²。

政策面の動きを見ると、2003年に「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9条意見）が発表され、その中で「多層的資本市場体系の構築」の方向が初めて打ち出された。そして、2004年には、中小企業板がメインボードの中に作られ、多層的な資本市場の構築が動き始めた。メインボード内に作られ、上場基準もメインボードと同じである中小企業板を、やがては上場基準の緩和等を通して一つの新興企業用の市場として独立させる計画もあった模様だが、実際には、中小企業板での経験を活かし、創業板を設立することになったわけである。創業板が設立された現在、中国の資本市場（株式市場）の多層化は、図表1のようなイメージになる。新・旧三板市場から中小企業板に既に上場した企業が出たり、後述するように、新三板市場から創業板上場しようとする企業もあつたりと、今後はボード間での企業の移動も見られるようになる³。

また、創業板の設立は、資本市場多層化の一環であることに加えて、国際金融危機を受けて発表された「当面の金融による経済発展促進に関する若干の意見」（2008年12月発表、いわゆる金融30条）の一部にもなっており、マクロ経済政策においても中小企業の資金調達難の緩和策として期待されている。

さらに、創業板の設立が、PEファンド等の投資にエグジット（投資資金回収）の機会を提供する点で重要であることは言うまでも無い。中国におけるPE投資の難点の一つはエグジットで

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（神宮（2009 winter）参照）。

(出所) 野村資本市場研究所作成

² レッドチップ上場については、神宮・神山（2008）参照。

³ 新旧三板市場については、神宮（2009 summer）参照。

あり、これまでは、上述したように海外上場によるエグジットが主流であった。但し、マクロベースで見ると国内に過剰貯蓄を抱える中で、企業の資金調達の国内回帰が叫ばれ始め、2006年9月には、ベンチャー企業の海外上場を難しくする規定が発表されていた。逆に言えば、国内でPE等のベンチャー企業投資に対して早期に国内でのエグジットの機会を提供する必要が高まっていたわけであり、今回の動きはようやくその要請に応えたものとも言える⁴。

II. 創業板市場設立に関する弁法・規則

1. 「株式新規公開発行・創業板上場管理暫定弁法」の内容

以下では、創業板市場設立に関わる弁法や規則を見ることにする。

まず、2009年3月31日に証監会が発表した「株式新規公開発行・創業板上場管理暫定弁法」（5月1日施行）を見る。同弁法は、6章計58条から成り、発行条件、発行手順、情報開示、監督管理・法律責任を規定している。

第一に、総則を見ると、まず「自主创新（革新、イノベーション）企業とその他の成長型創業企業の発展を促進する」（第1条、一部略）とあることから、企業の自主技術革新の能力や成長性が上場審査の重要な要素となる。実際、当局は、規模の上では同じ中小企業であっても、創業板は、企業発展段階の初期・成長・成熟段階のうちの初期段階にあり、技術革新や経営モデルの革新に特色がある企業を対象にするのに対し、メインボードの中小企業板は、成熟段階の企業で収益力も比較的安定している企業を対象にすると両者を特徴づけている。また、創業板は、中小企業板に対する「小小企業板」ではないとも明言している。こうしたことから、具体的には、革新的な技術を持つハイテク企業等が創業板、伝統的な産業の中小企業が中小企業板に上場するというイメージを当局は持っていると思われる。

次に、「創業板市場は、投資家のリスク受容能力に相応する市場参入制度を制定し、投資家に投資リスクを十分に提示しなければならない」（第7条）とある。リスク・コントロールを強化するために、いわゆる「適格投資家」の概念が導入されている点が特徴である（参入基準等の規則は後述）。

さらに、「中国证券监督管理委员会は、発行者の株式新規公開発行の申請を審査・確認し、発行者の株式発行を監督管理する。証券取引所は業務規則を制定し、公開・公平・公正な市場環境を整備し、創業板市場の正常な運営を保障する」（第8条）とある。創業板については、新規発行の審査権が取引所に下されるとの見方もあったものの、証監会が審査確認することになっている。

第二に、発行条件を見る。いわゆる数値基準は以下の4つである。

- ① 発行体は合法的に設立され、且つ営業期間が3年以上の株式有限会社であること。有限責任会社が帳簿純資産価値を株式に換算して株式有限会社になっている場合は、連続営業期間は有限責任会社の設立日から計算する（第10条一）。
- ② 直近2年間連続で黒字であり、直近2年間の累計純利益が1,000万元を下回らず、且つ利益が増加し続けていること。或いは、直近1年間が黒字で純利益が500万元を下回らず、直近1年間の営業収入が5,000万元を下回らず、且つ直近2年間の営業収入の増加率が30%を下

⁴ これまで、パートナーシップ企業の証券口座開設が出来ないことが問題であったが、創業板については8月時点で開設が認められた模様である。但し、保有株式の売却だけが可能である。これにより、パートナーシップ企業型のPEファンドにとって、創業板での資金回収が可能になる。

回らないこと。純利益は、非経常損益の控除前と控除後を比較して小さい方を採用する（第 10 条二）。

- ③ 直前期末の純資産が 2,000 万元を下回らず、且つ補填されていない損失が無いこと（第 10 条三）。
- ④ 発行後の資本金が 3,000 万元を下回らないこと（第 10 条四）。

メインボード（含む中小企業板）よりも、数字上はハードルが低くなっている（図表 2）。その一方で、上述の適格投資家制度の導入や後述する様々な措置により、投資家保護やリスク・コントロールを図る仕組みである。

また、定性面では、企業の資源が一つの業務（本業）に集中している（第 12 条）、経営資源が分散していないことや、持続的な収益力があることも条件となっている。後者は具体的には、経営モデル、製品・サービス構成に変化が生じたり、業界での地位や経営環境に変化が生じたりして収益力に大きな影響が出ていないこと等を指す（第 14 条、部分）。

さらに、企業統治面での規定もある。過去 2 年以内に取り締役、高級管理職、実質支配者に大きな変化がなく（第 12 条）経営が安定していること、支配株主、実質支配者やその支配するその他の企業との間に競争関係がなく、企業の独立性や公正価値から外れた関連取引がないこと（第 18 条）、企業統治構造が整備されており、外部取締役、監査委員会制度等を備えていること（第 19 条）、発行体とその支配株主と実質支配者に、過去 3 年間、投資家の合法的權益や社会公共利益に損害を与える重大な違反行為がないこと（第 26 条）等がある。

第三に、発行手続きを見ると、スポンサー（保証推薦人となる証券会社）が発行企業の成長性について調査と慎重な判断を行った上で意見を表明し、また、発行企業の自主革新能力についても意見を出さなければならない（第 32 条）となっており、スポンサーの責任強化が図られている。また、上場申請は、証監会の創業板発行審査委員会が審査認可することになった（第 34 条）。

第四に、情報開示について見ると、発行体企業は、目論見書において、創業板企業に特有のリスク、つまり、業績が不安定で、経営リスクが高く、上場廃止リスクも大きいといった点を明示しなければならない（第 39 条）。また、発行体、取締役、監査役、高級管理職は全員、目論見書に署名捺印し、内容が真実、正確、完全であることを保証しなければならない。スポンサーも同様に、内容が真実、正確、完全であることを審査した上で審査意見に署名捺印しなければならない。また、支配株主、実質支配者も目論見書について確認意見を出し、署名捺印しなければならない（以上、第 41 条）。これらは、各主体（支配株主、実質支配者、取締役、監査役、高級管理職、スポンサー）の責任強化と投資家へのリスク提示の強化であり、後述する各弁法・規定においても底流をなす考え方である。

第五に、監督管理面では、証券取引所（具体的には、深圳証券取引所）が、創業板上場・取引・上場廃止制度、スポンサーの継続的な監督義務、市場リスクの提示、投資家教育の各制度を作る（第 51、52 条）。また、発行体企業、スポンサー、証券サービス機関（会計事務所等）の虚偽記載等の違反行為についての罰則も定められている（第 53、54、55 条）。

「株式新規公開発行・創業板上場管理暫定弁法」発表後、「証券発行上場保証推薦人業務弁法」、「中国証券監督管理委員会発行審査委員会弁法」、「深圳証券取引所創業板株式上場規則」、創業板における適格投資家の条件を定めた適格性管理に関する諸規定、「創業板新規公開発行上場申請書類」と「創業板会社目論見書」についての準則等が順々に発表され、創業板市場に関連する規定の体系が一応出揃った。以下では、各々の規定の要点を見る。

2. 「証券発行上場保証推薦人業務弁法」と「中国証券監督管理委員会発行審査委員会弁法」の改正

「株式新規公開発行・創業板上場管理暫定弁法」の関連規則整備の一環として、まず「証券発

図表 2 上場基準の比較

メインボード 株式新規公開発行・上場管理弁法)	創業板 株式新規公開発行・創業板上場管理暫定弁法)
<p>発行体の資格</p> <ul style="list-style-type: none"> ・設立後、営業期間が3年以上の株式有限会社。有限責任会社が帳簿純資産価値を株式に換算して株式有限会社になった場合、連続営業の期間は有限責任会社の設立日から計算できる（第9条） ・直近3年間、主な経営内容、取締役、高級管理職に大きな変化が無く、実質支配者に変更が無いこと（第12条）。 <p>財務及び会計</p> <ul style="list-style-type: none"> ・直近3年の純利益が黒字で、累計で3,000万円を超えていること、純利益には非経常損益の控除前と後を比較して小さい方を採用する（第33条）。 ・直近3年のキャッシュフローの累計が5,000万円を超えていること、或いは、直近3年の累計営業収入が3億円を超えていること（第33条）。 ・発行前の資本金が3,000万円を下回らないこと（第33条）。 ・直前期末の無形資産（除く土地使用権、養殖権、採掘権など）が純資産の20%を超えないこと（第33条）。 ・直前期末に補填されていない損失が無いこと（第33条）。 	<p>発行体の資格</p> <ul style="list-style-type: none"> ・設立後、営業期間が3年以上の株式有限会社。有限責任会社が帳簿純資産価値を株式に換算して株式有限会社になった場合、連続営業の期間は有限責任会社の設立日から計算できる（第10条一）。 ・直近2年間に、主な経営内容、取締役、高級管理職に大きな変化が無く、実質支配者に変更が無いこと（第13条）。 <p>財務及び会計</p> <ul style="list-style-type: none"> ・直近2年間連続で黒字であり、直近2年間の累計純利益が1,000万円を下回らず、利益が増加し続けていること。 或いは、直近1年間に黒字で純利益が500万円を下回らず、直近1年間の営業収入が5,000万円を下回らず、且つ直近2年間の営業収入の増加率が30%を下回らないこと。純利益には非経常損益の控除前と後を比較して小さい方を採用する。（第10条二） ・直前期末の純資産が2,000万円を下回らず、補填されていない損失が無いこと（第10条三）。 ・発行後の資本金が3,000万円を下回らないこと（第10条四）。

（出所）「株式新規公開発行・上場管理弁法」（2006年）、「株式新規公開発行・創業板上場管理暫定弁法」（2009年）より野村資本市場研究所作成。

行上場保証推薦人業務弁法」と「中国証券監督管理委員会発行審査委員会弁法」が改正された（5月13日改正、両者とも6月14日改正施行）。

改正の主旨は、創業板市場の特徴、つまり、企業規模が小さい、上場候補となる企業数が多い、業績が不安定でリスクが高い、科学技術等の専門性がある、といった点に既存の弁法を適合させることである。

「保証推薦人業務弁法」の改正は、創業板上場企業のスポンサーの責任強化（以下の①、②）と、創業板の特徴を考慮した条文の改正（③）からなる⁵。

具体的には、①スポンサーの創業板上場企業に対する監督・指導期間の延長である。創業板上場した企業に対する監督・指導期間は、上場した年の上場後の残りの期間とその後の3会計年度（メインボードは2会計年度）となり、増資や転換社債の場合は、発行・上場した年の残りの期間とその後の2会計年度（メインボードは1会計年度）となり、それぞれ1年間延長された（第36条）。

また、②創業板で新規公開発行・上場した会社について、スポンサーは、監督・指導期間中、当該上場会社が年度報告や半期報告を発表してから15営業日以内に、フォローアップの報告を証監会指定のウェブで発表しなければならない。報告内容は、監督・指導内容についての分析と独立意見で（第36条）、当該企業の具体的な状況にあわせて、監督・指導内容を確定し、規範的な運営、承諾事項の実行、情報開示義務の履行を監督・指導し、情報開示の書類をチェックしなければならない。また、(i) 支配株主・実質支配者・その他関係者の資金占有を防止する制度についての監督・指導、(ii) 董事・監査役・高級管理職の職権利用による会社への損害を防止する内部統制制度の監督・指導、(iii) 関連取引の公正・合法性を保障する制度の監督・指導と関連取引についての意見の発表、(iv) 調達資金の専門口座への入金と投資プロジェクトの実施等のチェック、(v) 当該企業の他者への担保提供のチェック等も行わなければならない（第35条）。

上場会社が、調達した資金、関連取引、委託理財（資金運用）、担保提供等の重大事項に関わる臨時報告を発表した場合、スポンサーは、臨時報告発表後10営業日以内に、その分析と中立的意見を発表しなければならない（第36条）。

以上は上場企業のスポンサーの責任強化についての内容であるが、創業板の特徴に合わせた条文の改正としては、③証監会のスポンサーに対する監督措置（「状況に応じて、3ヵ月から12ヵ月間、当該スポンサー代表者の推薦する案件を受け付けない。特に状況が深刻な場合、スポンサー代表資格を取り消す」）発動の条件の中から、創業板については「上場会社の上場した年の営業利益が前年比50%以上減少した場合」をはずした。メインボードについては従来通り適用される。これは、創業板上場する企業の業績変動が大きいことを考慮したものである（第72条）。

一方、「発行審査委員会弁法」については、創業板市場が対象とする企業が「自主创新（革新）型企業とその他の成長企業」であり、発行条件、情報開示、継続的な監督の点でメインボードとは異なることから、「メインボード市場発行審査委員会」、「創業板市場発行審査委員会」、「上場会社M&A再編審査委員会」がそれぞれ設立されることになった（第2条。従来は発行審査委員会のみ）。そして、それぞれの審査委員会の委員が、他の委員会の委員を兼任することが禁止された（第7条）。創業板の発行審査委員会の独立性と専門性を高める意図がある。

また、創業板上場する企業は、規模が小さく、また数も多いことから、創業板市場発行審査

⁵ 以下は、4月に証監会が両弁法の改定草案を発表した際の記者発表資料を参考にした。

委員会の委員の人数は35名となり（第6条）、メインボードより10名増加した。また、後述するように、技術やマネジメント分野での専門家の委員の比重も増すことになった。

3. 深圳証券取引所創業板株式上場規則

次に、深圳証券取引所が6月6日に「深圳証券取引所創業板株式上場規則」を発表した（7月1日施行）。

この上場規則は、19章から成り、重点は各主体（支配株主、実質支配者、スポンサー）の責任強化による投資家保護、情報開示等による市場効率の引き上げと市場メカニズムの強化等である。ポイントは、以下の10点である⁶。

① 支配株主や実質支配者の所有株式のロックアップ期間

このロックアップ期間が短すぎると、上場後、支配株主や実質支配者がすぐに株式を売却してしまい、経営が不安定になってしまうおそれがあり、一方、長すぎるとPEファンド等が長期間、投資資金を回収できなくなることから、PEファンド等の資本を呼び込めなくなってしまう。こうした要因を考慮して、(i) 支配株主や実質支配者の所有株式は、上場後満3年後に売却可能となる（メインボードと同じである）。(ii) その他の株主の保有株式のうち、上場申請の直前6ヵ月以内に増資した株式は、上場後1年間は売却できず、上場1年後から2年後までの間は、保有株式の50%を超えて売却できない。2年後以降は残りの部分も売却可能になる。(iii) 上記以外は「会社法」により上場1年後より売却可能である、とされた。

② スポンサーの監督・指導期間の延長

これは基本的に、上述の「保証推薦人業務弁法」の内容と同様である。

③ 上場廃止制の厳格な実施による優勝劣敗の強化

創業板上場する企業のリスクが大きいことを考慮し、また、中小企業板の経験にも基づいて、創業板上場廃止制度はメインボードよりも厳しいものとなった。具体的には、

- (i) メインボードのように、上場廃止後も旧三板市場（店頭市場）で取引させることはせず、「直接上場廃止」となる。但し、上場廃止になった企業が旧三板市場の取引銘柄になる条件を満たしている場合は、旧三板市場に申請できる。
- (ii) 直近1会計年度の純資産がマイナスの場合、及び、直近1会計年度の年度報告書について会計事務所が否定あるいは意見保留の監査報告を出している場合、の二つのケースが上場廃止の条件に加えられた（メインボードの条件は、3年間連続赤字。創業板にも適用）。当初、上場廃止のリスクのある注意銘柄（5%の値幅制限が課される）として取り扱われた後、なお状況が改善しない場合（例えば純資産が次の会計年度でもマイナスなど）、取引停止銘柄となり、さらに改善しない場合（例えばその次の会計年度の半期報告でも純資産が依然マイナスなど）、上場廃止となる。
- (iii) また、年度報告書や半期報告書を期間内に発表しない企業は、最速3ヵ月で上場廃止とする（メインボードは6ヵ月）。さらに(ii)の上場廃止条件については、取引停止の後、次の年度報告を待たず、次の半期報告の状況を見て上場廃止を決定する。
- (iv) さらに、流動性不足により市場の効率が低下するのを避けるため、株式の120日（取引

⁶ 以下は、5月に深圳証券取引所が同規則の草案を発表した際の記者発表資料を参考にした。

日)間の累積出来高が100万株に満たない場合も、上場廃止の条件となる。具体的には、当初、注意銘柄となった後、さらに、次の120日間の累積出来高も100万株に満たない場合、上場廃止となる。

- ④ 上場初日の情報開示の強化
上場初日の価格の異常変動を避けるための情報開示強化である。
- ⑤ 支配株主や実質支配者の情報開示責任の強化
具体的には、上場前に支配株主や実質支配者が「支配株主、実質支配者の声明・承諾書」に署名する。
- ⑥ 定期報告書の業績情報の適時開示
会計年度終了後2ヵ月以内に年度報告を発表できない場合は、速報を発表しなければならない。これは開示のタイミングを早くさせる措置である（なお、年度報告は、会計年度終了後4ヵ月以内に発表しなければならない）。
- ⑦ 臨時報告のリアルタイムでの開示制度
臨時報告は、取引所の昼休み中と午後3時半以降に発表可能である。また、株価に大きな影響を与えうる、或いは与えている情報がメディアで報道された場合、取引停止を申請でき、また、午前の立会時間前や立会時間中に指定ウェブで臨時報告を開示できる。
- ⑧ 臨時報告での情報開示基準の設定
臨時報告が必要となる取引（関連取引を含む）の基準が創業板企業の特徴に合わせて設定されている。取引には委託理財（資金運用）や担保提供も含まれる。また、重大な影響を与える契約、重要な技術を持つ職員の辞職等の重要な出来事も発表しなければならない。
- ⑨ 調達した資金の管理強化
調達した資金は専用口座で集中管理し、会計事務所は、調達資金に関する監査報告を発表する。
- ⑩ 支配株主や実質支配者による株式売却の規範化
支配株主や実質支配者が株式を売却する際は1%ルールが適用される。すなわち5%以上の株式を保有する株主や実質支配者は売却しないし買い増しする株式が発行済株数の1%に達した場合、2取引日以内に情報開示しなければならない。

4. 創業板市場投資家に対する適格性管理

創業板市場では、上場する企業の経営リスクがメインボードに比べて大きく、既に見たように上場廃止の制度も厳しいこと等から、投資家保護の観点から、投資家に対して適格性管理が実施される。適格性管理の体系は、証監会の「創業板市場投資家適格性管理暫定規定」（6月30日発表、7月15日施行）、深圳証券取引所の「深圳証券取引所創業板市場投資家適格性管理実施弁法」（7月1日発表、7月15日施行）、及び、中国証券業協会の定めた「創業板市場投資リスク提示書（必須条項）」（7月1日発表、7月15日施行）から成る。

このうち、証監会の暫定規定は、①創業板に投資する投資家は、創業板市場のリスクを理解し、リスクを受容する能力を持っていないといけない（第2条）、②深圳証券取引所が具体的な実施弁法を定める（第3条）、③証券会社は、投資家の適格性を管理するメカニズムと業務プロセスを作らなければならない（第4条）、④投資家が創業板取引を開始する際は、市場リスクを十分に提示し、営業店にて投資家と「創業板市場投資リスク提示書」にサインしなければならない（第5条）といった大枠を定めている。なお、各証券会社は、中国証券業協会の定めた「創業板

市場投資リスク提示書（必須条項）」を基に、「創業板市場投資リスク提示書」を作成する。

次に、深圳証券取引所の弁法を見ると、適格性については、証券会社が、顧客（投資家）の身分、財産・収入、証券投資の経験等を把握していなければならない（第2条）としている。そして、「2年以上の株式取引の経験のある自然人の投資家」が創業板取引を申請できる⁷。投資経験は、本人名義での深圳・上海証券取引所における最初の株式取引時点から起算する（第5条）。次に、証券会社と顧客（投資家）は、証券会社の営業店で「創業板市場投資リスク提示書」に署名し、その2営業日後に取引可能となる（第6条）。

「創業板市場投資リスク提示書」は、創業板についての基本知識（メインボードとの規則の相違、上場廃止リスク、会社経営リスク、株価の変動リスク、ハイテク企業等の技術失敗のリスク）の確認、投資家によるリスク承諾等の内容を含む。自然人の株式取引の経験期間を2年間と定めた一因として、2007年以前に投資した投資家は、株式市場の大幅な上げ相場と下げ相場を経験していることを証監会是指摘している⁸。

なお、株式投資の経験が2年未満でも投資できないわけではない。この場合、上記の手続きに加えて、投資家は、市場リスクを進んで負う旨の特別声明を書かねばならず、また、取引は5営業日後に可能となる。

⁷ 個人投資家については適合性の規定が発表されているが、機関投資家の創業板投資については特に規定は出ていない。

⁸ 6月に証監会が弁法の草案を発表した際の記者発表。

5. 上場申請書類と目論見書についての準則

証監会は、7月20日に「創業板新規公開発行・上場申請書類」と「創業板会社目論見書」についての準則を発表し、7月26日より創業板への上場申請を受け付けるとした。これにより、創業板関連の実務関連の規定は出揃い、創業板市場はいよいよ本格的に動き出すことになった。

まず、「申請書類」の準則を見ると、他の規定と同様に、創業板上場しようとする企業の特徴を考慮し、メインボードの準則に比べて要求が増えている。具体的には、①支配株主や実質支配者による目論見書の内容に対する確認意見が求められる。これは、情報開示に対する責任を強化するためである。また、②スポンサーによる、企業の成長性に関する意見が求められる。これは、スポンサーが企業の技術革新の能力について、きちんと調査を行っているかをチェックするものである。加えて、③会社設立以来の資本構成・株主構成の説明及び、取締役・監査役・高級管理職による確認意見、④弁護士による支配株主・実質支配者・取締役・監査役・高級管理職らの印章の鑑定意見、⑤取締役・監査役・高級管理職による上場申請書類が真実・正確・完備であることの承諾が求められており、基本的には各参加者の責任を強化するものとなっている。

「目論見書」の準則も、メインボードの目論見書の内容とできるだけ統一を図る一方で、創業板企業の特徴を考慮して、情報開示の水準の引き上げや情報開示に関する各参加者（発行体、支配株主、スポンサー）の責任強化を図る規則が加えられている。また、目論見書は、証監会指定ウェブで公開することになっている。

「目論見書」の準則は123条から成り、情報開示について、主に①発行体の核心的競争力と成長性、革新（イノベーション）の開示、②リスクの開示の強化、③調達資金の用途についての情報開示の強化、④将来の発展・計画の開示、⑤企業統治に関する情報開示、⑥財務諸表の開示項目の増加を求めている（図表3）。

図表3 「創業板目論見書」準則の要点

①発行体の核心的競争力と成長性、革新に関する開示
②リスクの開示の強化
<ul style="list-style-type: none"> 発行体の経営・財務状況や持続的収益・成長性にマイナス影響を与える可能性のあるリスク要因を提示し、リスク要因の定量分析、それが出来ない場合定性的分析を開示する。 創業板の目論見書では、新たなリスク開示標準として、製品・サービスの市場のリスク、業務モデルのリスク、業績リスク、資産の質・構成のリスク、債務リスク、技術リスク、投資プロジェクトリスク、内部管理リスク、支配権に関するリスク、業界のリスク、法律法規や政策変化のリスク、自然災害・安全生産・外国貿易環境のリスク等を追加する。
③調達資金の用途についての情報開示の強化
<ul style="list-style-type: none"> 創業板企業の特徴に合わせて、非固定資産投資（サービス能力向上、市場開拓、人材拡充等の本業の競争力引き上げに関するもの）についての開示を追加する。
④将来の発展と計画の開示
<ul style="list-style-type: none"> 発行体の今後3年間の発展計画・目標や競争力強化の措置を調達資金の用途と合わせて開示する。
⑤企業統治に関する情報開示
<ul style="list-style-type: none"> 具体的には、監査委員会の設立状況、対外投資・担保提供、会社の政策決定権・決定過程の規定、投資家の権益保護の状況等を開示する。
⑥財務諸表の開示項目の増加（メインボードの開示内容に以下を追加）
<ul style="list-style-type: none"> 在庫、未収収益、無形資産、主要債務、対外投資、自己資本、キャッシュフロー項目等についての分析とそれらの項目の変動の傾向・原因・影響 税項目の内容と分析、繰延税金資産・負債の内容と分析、株主に帰属する純利益・一株当り純資産等。

（出所）証監会「創業板会社目論見書」準則の起草説明より野村資本市場研究所作成

Ⅲ、今後の注目点

創業板は、「自主創新（革新）と成長型創業企業」の発展を促進するため、そうした企業に株式発行による資金調達の間を提供するものである。このため、創業板市場への上場条件は低く設定される一方で、リスク回避の策が打ち出されている。まず、発行審査では、技術面等の専門性を重視し、専門の発行審査委員会が設けられた。また、支配株主・実質支配者やスポンサー証券会社等、発行側の各主体の責任も強化されている。ここで、鍵を握っているのは言うまでもなく情報開示である。さらに、適格投資家制度を導入することで、個人投資家に関するリスク抑制も図っている。

創業板市場に関する弁法・規則が出揃ったことを受けて、証監会は7月26日より創業板への上場申請受け付けを開始した。報道によれば、当初108社が申請し、9月10日現在では累計で155社が申請し、内149社が申請を受理されている。審査に要する期間を考慮すると、創業板市場への上場は10月中下旬と予想されている⁹。

申請企業の特徴を見ると、広東省（深圳）の企業が比較的多く、また、ハイテク企業が50%近くを占めている。これまでのところ外資PEファンドが投資している企業の申請は少ない。これは、外資PEがレッドチップ上場を目指す態勢をとってきたためである¹⁰。

また、多層的な資本市場における階層間の移動を見ると、新三板市場で取引されている企業4社が9月上旬時点で、創業板上場申請を受理されている。新三板市場の企業で、創業板の基準を2009年度上半期報告ベースで満たしている企業は22社あるため、今後、新三板市場から創業板市場へ上場する企業が増える可能性があり、PE投資における新三板市場の役割も大きくなると予想される¹¹。

一方、申請企業の中には、中小企業板に申請中であつた企業もいくつか含まれている。上述したように、証監会は、創業板市場を単に規模の小さい企業のための「小小企業板」にする気はなく、企業の自主創新、成長性等が重視されることになる。

これらの動きと並行して、8月14日には、創業板の発行審査委員会が正式に発足した。メンバーは35人である。委員の内訳を見ると、技術面での専門性を強化するために、証監会からは3人、取引所からは2人に抑えられている。残りは、会計士事務所14人、弁護士事務所6人、科学技術部3人、中国科学院3人、基金管理会社（投資信託）2人、資産評価機関1人、発展改革委員会1人となっている。証監会が創業板企業として重要視していると見られる6分野（新エネルギー、新素材、バイオ・医薬、省エネ・環境保護、サービス、IT）の専門性を持つ委員が選ばれていると報じられている。

その一方で、個人投資家の創業板用の口座開設の動きは、8月時点では鈍く、証券業協会と深圳証券取引所は8月19日に、証券会社に口座開設の速度を上げるように要求する通知を発表している。

今後について考えると、質の高くない企業が多く上場し、さらには不正行為等が生じ、市場への信認が薄れて、結局流動性の低い市場になって失敗するリスクを避けなければならない。実際、

⁹ この章は、各種報道と関係者へのインタビューによる。

¹⁰ 国内上場するためには、レッドチップ上場用の株主構成を、国内上場用に変更しなければならない。

¹¹ 創業板市場が軌道に乗り、また、創業板上場を果たす新三板市場の企業が増えてくれば、新三板市場の魅力向上にもつながり、多層化した資本市場全体を活性化させる効果も期待できる。

創業板上場の申請企業が多いことから、企業の質を懸念する声の一部には出ている。また、投資家保護の面でも課題がある。例えば、PEファンドと発行人の間に結んだ補充的協定¹²（業績等がある基準に達しないと創業者や支配株主がPEファンドに株式を譲渡する、表面上の株主構成と実態が異なっている、等）は、中小株主にとっては、突然、支配株主が替わってしまうリスクである。さらに、同じく中小ハイテク企業が取引されてきた新三板市場では、長らく流動性が低いことが解決すべき課題となっている¹³。

結局、こうしたリスクを減らすには、今後創業板市場の上場企業の質を高め、情報開示を厳格にできるかどうかのポイントとなる。例えば、上の補充的協定は「創業板会社目論見書」の準則で会社の支配権に関するリスクとして開示することが求められていることから、今後はその実行性が鍵となる。

長期的・潜在的には、技術力のある企業が多いと見られる中で、創業板市場が、世界でも少ない成功したベンチャー市場になるかどうかは、一連の弁法・規則の精神に基づいた育成・運営ができるかどうかにかかっている。

【参考文献】

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

神宮健「中国の店頭取引市場（三板市場）の現状と課題」、『季刊中国資本市場研究』2009年 summer、東京国際研究クラブ

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。

¹² 関係者へのインタビューによる。

¹³ 神宮（2009 summer）参照。