



多層的な市場の構築を目指す中国株式市場

井上 武※

要 約

1. 中国の株式市場は過去 2 年間で株価インデックスが約 4 倍となり、個人投資家の間には株式投資ブームが生じている。
2. GDP に対する株式市場全体の時価総額の割合は、主要国並の 100% に達しつつある。
3. しかし、時価総額の増加の大部分は株価の上昇によるもので、上場企業全体の利益や売上げを見ると、必ずしも上場企業の裾野が拡大しているわけではない。これには、過去から現在に至る上場制度が大きな影響を与えているものと思われる。
4. 当局としては、上場企業の質を維持するために、上場制度を厳格に管理したい一方で、経済全体の効率的な資金配分や企業経営を改善させるモニタリング機能として株式市場を活用しようという意向も強い。
5. この両方のバランスをとることを目指し、株式市場に質やリスクの面で段階を設け、メインボード市場だけではない多層的な市場を構築する試みが実施されてきている。中国経済の成長を支える企業に対して、市場へのアクセス手段が多様化されることによって、中国の経済力をより体現した株式市場が形成されてくることになる。

I、株式市場の急回復

1. ブーム化する中国株式市場

2005 年 6 月を底に低迷を脱した中国の株式市場は、過去 2 年間で株価インデックスが約 4 倍¹になるなど好調に転じ、2007 年に入ってから急ピッチな上昇が続いている。市況の回復を受けて、中国では「全民炒股」²ともいわれる個人投資家による株式投資ブームが生じている。売買高は連日のように史上最高を更新し、2007 年 5 月の 1 日平均売買代金は 3,274 億元（日本円で約 5.1 兆円）に達している。

中国では株式投資を行う際、決済機関に口座を開設する必要があるが、ここ 1 年間で口座数は 2,700 万口座以上増加し、2007 年 5 月 28 日には初めてこの口座数が 1 億口座を突破したことが話題となった。口座数はその後も急ピッチで増加し、同年 6 月 7 月現在、1 億 359 万口座に達している³。上海証券取引所と深セン証券取引所にそれぞれ口座を開設する必要があるため数値を半

¹ 上海総合指数は、2005 年 5 月末の 1060.74 に対して 2007 年 6 月 13 日の終値は 4176.48。

² 股は中国語で株式の意味。

³ A 株、B 株、投資信託の口座数の合計で機関投資家や証券会社などの法人の口座数も含む。ちなみに 2007 年 4 月末時点で法人の口座数は約 42 万口座で全体の 0.4%。

※ 井上 武（榊野村資本市場研究所 主任研究員）

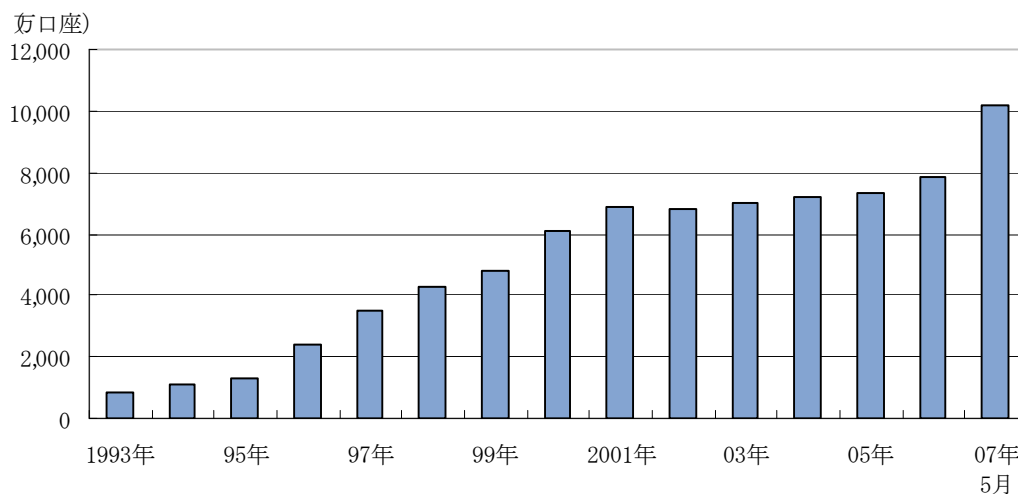
分にしたとしても、1年間で日本の証券口座数全体（約 1,200 万口座⁴）に匹敵する数の証券口座が新たに開設されたことになる（図表 1）。

今回の株式市場の回復の背景としては、中国株式市場の重石となっていた非流通株の処理によりやく目処が立ち、投資家の間に安心感が広がってきていることがあげられる⁵。しかし、他方で、人民元高を防ぐための為替介入や低金利政策といったマクロ金融政策が過剰流動性を生み出し、一種のバブル経済を形成し始めているのではないかと危惧する声も聞かれる。中国政府は、要人によるバブルを警戒する発言や、より直接的には印紙税を引き上げることによって⁶、市場の行き過ぎた加熱に対して警戒感を示している。

2. GDPの 100%に達した中国株式市場

株式市場は経済を映す鏡といわれ、その発展度合いを図る際には経済規模との比較が用いられることも多い。図表 2 は先進国およびアジア諸国について株式市場の時価総額がGDPに対してどれくらいの規模にあるかを見たものである。先進国ではこの比率は 100%から 200%となっている。中国株式市場についてみると、2005 年末は同比率はわずか 18%であったが、直近では 79%にまで上昇している。また、香港に上場されているH株やレッドチップ株などの中国株式を加えるとこの比率は 114%⁷となる。では、中国の株式市場は、効率的な資金配分を担う重要な市場インフラとして、先進国並みに経済に根付いたといえるのだろうか。

図表 1 証券投資口座の推移



（注） 1999 年までは口座開設数の累積の数。2000 年以降は期末の口座数。

（出所）中国証券登記結算会社より野村資本市場研究所作成

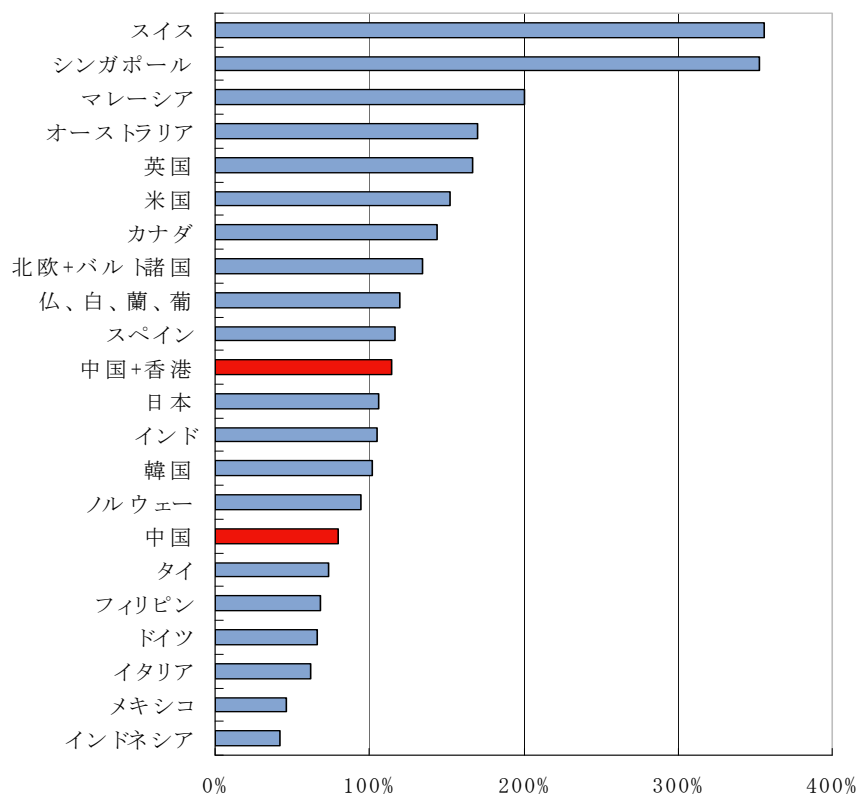
⁴ 日本経済新聞、2007 年 5 月 30 日。

⁵ 非流通株改革については井上武「本格化する中国上場企業の非流通株問題の解決」『資本市場クォーターリー』2005 年春号、神宮健、李粹蓉「終盤に入った中国非流通株改革」『季刊中国資本市場研究』2007 年春号を参照。

⁶ 中国では株式の売買に際して売り手と買い手の双方に印紙税が課される。過去にも株価対策として印紙税の税率の引き上げや引き下げが実施されてきた。今回は、2007 年 5 月 30 日に税率が売買代金の 0.1%から 0.3%に引き上げられた。

⁷ GDP については香港は加えずに中国のみの数字を利用して計算した値。

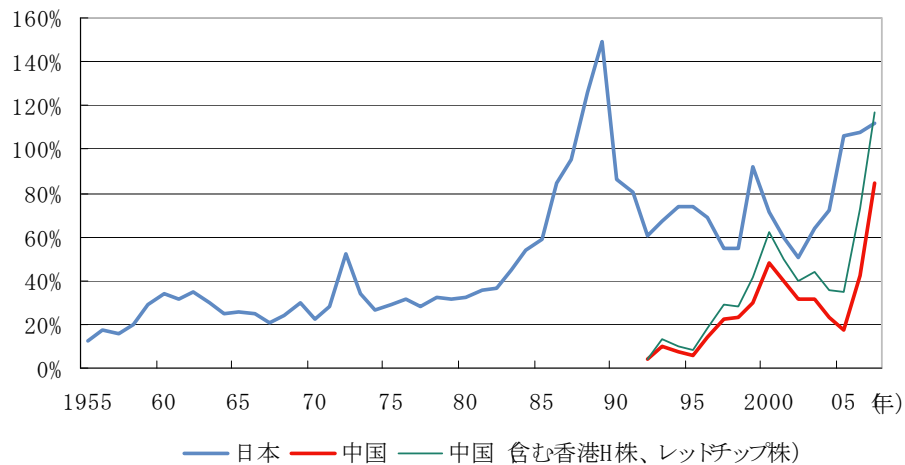
図表 2 株式市場時価総額対 GDP 比



- (注) 1.時価増額は2007年4月末、GDPは2006年の数値を利用。
 2.北欧はデンマーク、フィンランド、スウェーデン、バルト諸国はエストニア、ラトビア、リトアニア。時価総額はOMX傘下の取引所の合計値を利用。
 2.仏、白、蘭、葡はフランス、ベルギー、オランダ、ポルトガル。時価総額はユーロネクストの数値を利用。
 3.中国+香港については香港の時価総額の半分を加えた。ちなみに2007年5月末時点でH株とレッドチップ株の時価総額が香港メインボード市場全体に占める割合は約46%。
 (出所) 世界取引所連合、IMFより野村資本市場研究所作成

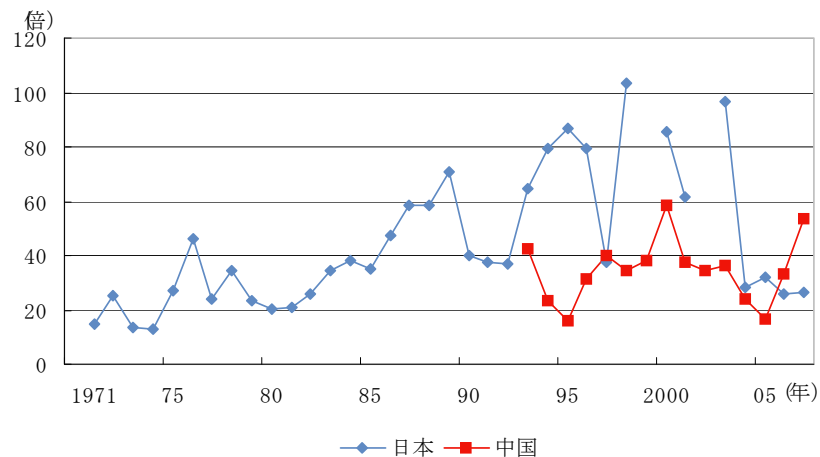
中国では2006年以降、中国工商银行や中国銀行に代表されるように、金融大型銘柄の上場が相次ぎ、上場企業の裾野が拡大しているのも確かである。しかし、2年で4倍の時価総額の増加を説明するにはこれだけでは不十分であり、やはり時価総額の増加の大部分が株価の上昇によってもたらされたことは明らかである。中国株式市場全体のPER(株価収益率)は、2005年末の16倍から2007年5月末の53倍まで急上昇し、2000年のITバブル時に迫る水準となっている(図表3、図表4)。上場企業の業績も日本の90年代のように経済の低迷によって大きく悪化しているわけでもない。従って、中国の株式市場の発展の度合いを見る際には、時価総額の成長だけから判断するのは不十分であり、さらに異なった視点で見る必要があろう。

図表 3 株式市場時価総額対 GDP 比の推移



(注) 1.日本は東証1部、2部の合計。中国は上海及び深セン証券取引所の合計。
 2.直近については、時価総額は2007年5月末、GDPは2006年の数値を利用。
 (出所) 東京証券取引所、中国证券监督管理委员会、IMFより野村資本市場研究所作成

図表 4 平均 PER の推移



(注) 1.日本は東証1部、中国は上海証券取引所の数値。
 2.直近については、日本は2007年4月末、中国は同年5月末の数値。
 3.日本の1999年、2002年は利益がマイナスのため計算せず。
 (出所) 東京証券取引所、上海証券取引所より野村資本市場研究所作成

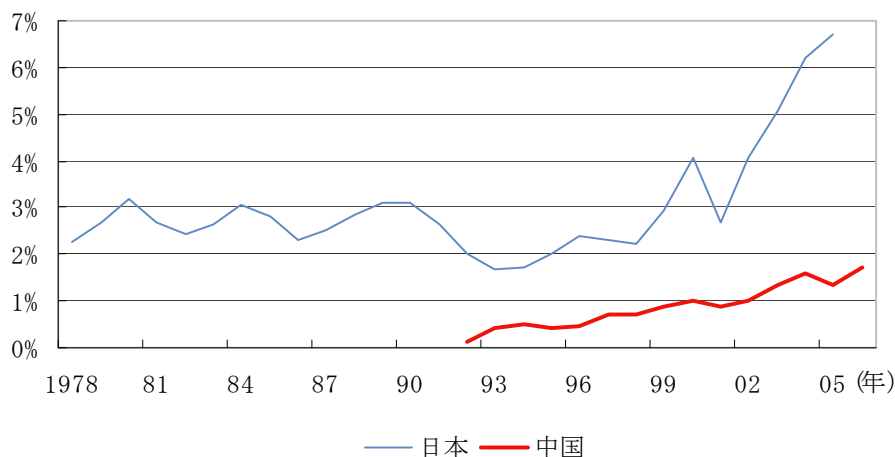
Ⅱ、上場企業の裾野は未だ不十分

1. 経済を十分に反映していない上場企業群

中国の株式市場には2007年4月現在で東証一部の上場企業数にも匹敵する1,472社の株式が上場されているが、これら企業の経済活動を利益の規模や売上高で見ると、経済全体に占める割合がそれほど高くないことがわかる。

図表5は金融を除く上場企業全体の利益の合計額がGDPに対してどれくらいの規模であるか

図表 5 上場企業の利益（対 GDP 比）



- (注) 1.日本は東証上場内国会社の経常利益の合計で、1998 年以降は連結ベース。
 2.中国は上海及び深セン証券取引所上場会社の税引前利益（利潤総額）。
 3.日本、中国とも銀行業、証券業、商品先物取引業、保険業、その他金融業を除いた数値。
 (出所) 東京証券取引所、中国証券監督管理委員会、Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

を日本と中国について見たものである。日本では 1970 年代後半から 2000 年頃までこの割合は 2～3%で安定的に推移しており、直近では上場企業の業績改善によって 6%を超す水準にまで高まっている。一方、中国は徐々にこの割合が高まっているものの、依然として 2%を切る水準となっている。

振幅が比較的大きな利益ではなく売上高で見ると、中国において上場企業の経済におけるプレゼンスが低いことがより顕著となる⁸。図表 6 は金融を除く上場企業の売上高合計について同様に GDP と比較したものである。日本が 80～100%であるのに対して、中国は 2006 年で 24%、国内に上場せずに香港にだけ株式を上場している H 株発行企業を加えても 30% 足らずである。

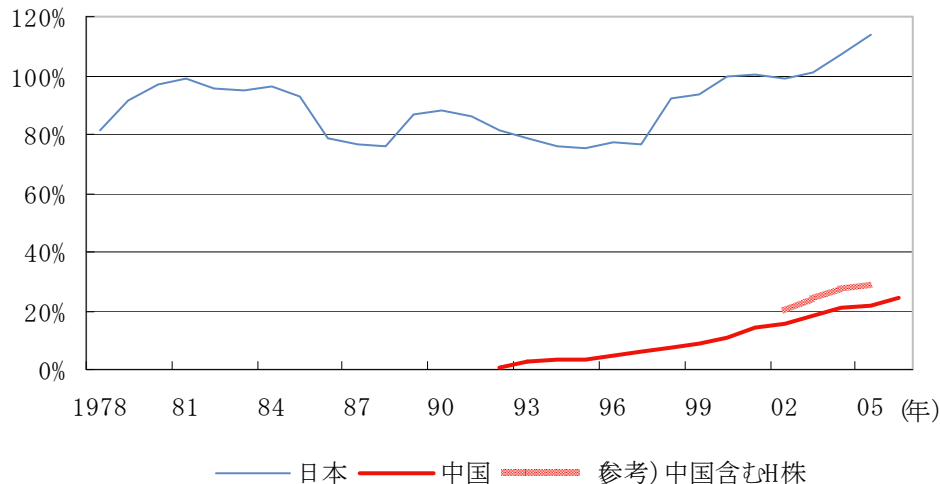
これらの指標から判断すると、中国においては、経済規模に対して未だ株式市場を活用する企業の裾野が十分に拡大していないのではないかと推論できる。中国の株式市場のバリュエーションが高くなっている理由としては、経済発展とともに急速に増加する個人貯蓄の向かい先として、株式市場が未だ不十分な投資対象しか提供できていないということも考えられる。こうした背景には、過去から現在までに至る株式の上場制度が大きな要因の一つとなっていることが考えられる。

2. キャパシティが限られた上場市場

中国では 1998 年までは、年間の株式の発行総額と発行企業数を政府が設定管理する発行枠制度が採用されていた。政府によって割り当てられた枠の限度内で、地方政府や特定の政府部門が企業を予備選抜して証券監督当局（中国証券監督管理委員会、以下、証監会）に報告し、その承認を受けるといった仕組みであった。従って、必ずしも企業価値が高いことや、成長資金のニーズが強いといった観点ではなく、地方政府や特定部門の内部的な事情が上場企業の選別に与える影響も大きかった。さらに、中国では、過去に企業や企業集団の一部の事業のみを切り出して上場

⁸ 売上高合計には上場企業間での売上げなど重複カウントもあるため、GDP との比較はあくまでも上場企業の経済活動を図る参考値として利用。

図表 6 上場企業の売上高（対 GDP 比）



- (注) 1. 日本は東証上場内国会社の合計で、1998 年以降は連結ベース。
 2. 中国は上海及び深セン証券取引所上場会社の合計。
 3. 日本、中国とも銀行業、証券業、商品先物取引業、保険業、その他金融業を除いた数値。
 4. H 株については国内市場に重複上場している企業の数値は除いて計算。
 (出所) 東京証券取引所、中国证券监督管理委员会、Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

するケースが多かったが、これについてもこの限度額の影響が大きかったと指摘されている。すなわち、限度枠を超えるような大型企業の上場がそもそも不可能であり、さらに限度枠の範囲内でできるだけ多くの企業を上場させるために、部分上場の形がとられたともいわれている。ちなみに、現在の上場企業の 6 割以上がこの時期に上場された企業である。

1999 年の証券法の施行により、2000 年以降は、上場を希望する企業が引受証券会社の推薦を受け、証監会および取引所に上場申請を行い、証監会に設置された株式発行審査委員会が最終的に認可する形式へと改められたが、証監会は依然として証券会社が年間に引受けられる件数についてコントロールを行っていた⁹。

その後、引受け枠の存在によって、証券会社が枠の消化を優先し、審査を疎かにしたという批判を受け、2003 年末には引受け枠の制度が撤廃され、代わって保証推薦人制度が導入された。保証推薦人制度は、株式の新規上場や発行を指導した証券会社及び担当者が、保証推薦機関及び代表人として、証券発行後も一定期間、発行体を監督指導しなければならない、仮に発行体の情報開示などに問題があった場合、保証推薦機関や代表人に対しても相応の責任が追及されるという制度である¹⁰。

現在では年間の IPO の件数には直接的な制限は設けられてはいない。しかし、保証推薦代表人となるための資格が投資銀行業務の経験年数や資格試験等によって厳格に管理されていること、また、保証推薦人一人当たりが同時に担当できる案件の数が 4 件に制限されていることなどから、実質的に引受の処理能力が制限されているともいわれている。さらに、最終的に発行を認可する

⁹ 「通道制」と呼ばれる制度で、引受枠は実績によって各証券会社に配分され、年間の上限は最大 8 件に制限されていた。

¹⁰ 中国の上場制度については、井上武「上場制度を見直す中国株式市場」『資本市場クォーターリー』2004 年春号を参照。

株式発行審査委員会の人員が 25 名と限られており、1 件当り 7 名で審査を対応していることから、この点でもキャパシティに限界が生じている。

図表 7 は国内の IPO 及び増資件数の推移であるが、現在の上場制度に移行した 2003 年以降では、IPO 件数は 2004 年の 100 件が最大であり、2006 年の 66 件が IPO 再開後半年間の実績であったとしても、実質的なキャパシティは 100 件程度ではないかと推計される。

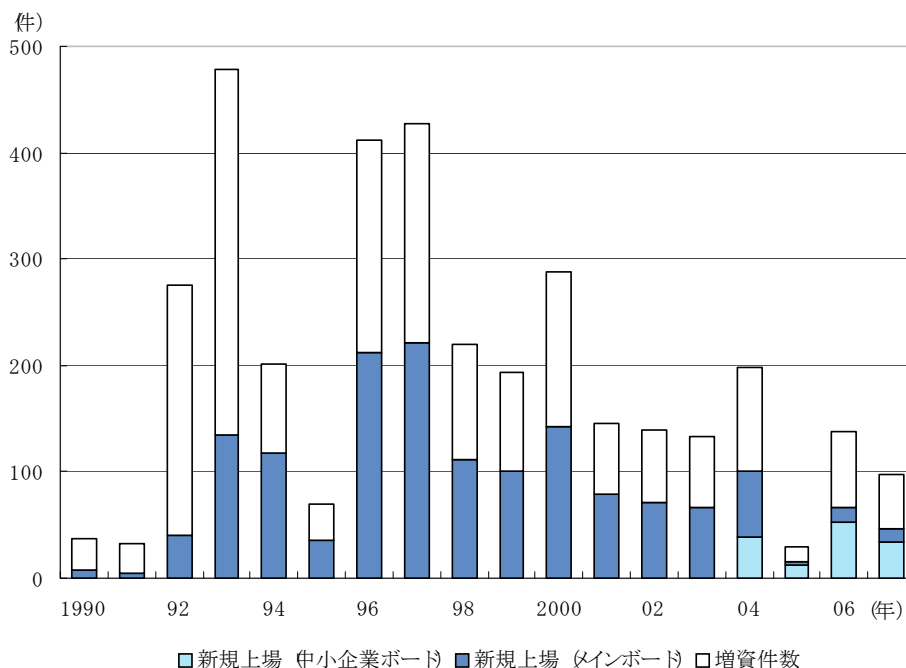
このように、中国において上場企業の裾野が拡大していない理由としては、過去の上場政策によって選ばれた企業の問題と現在の上場案件の処理能力（キャパシティ）に大きな要因があると考えられよう。

Ⅲ、上場ルートの拡大へ向けて

1. 多層的な市場構築へ向けた動き

現在の比較的厳格な上場制度は、過去の野放図的な上場で上場企業の質の悪化が問題となったことにも対応したものである。将来的にはより市場原理に基づいた仕組みへの移行が考えられるとしても、現状では大きく自由化に舵をきることは当局にとっても容易に決断できないものと思われる。その一方で、中国政府は、経済全体の効率的な資金配分や企業経営を改善させるモニタリング機能として、株式市場をより一層活用していく方針も掲げている。中国では上場案件の処理能力の問題もあって、数百から数千の企業が上場予備群として審査を待つ状況にあるとも言われている。また、時間のかかる国内での上場を諦めて、海外の市場へと上場するケースも多いという。

図表 7 新規上場及び増資件数の推移（対 GDP 比）



(注) 2007 年は 5 月までの数値。

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

こうした中、上場企業の質の問題と上場企業の裾野の拡大という双方の政策のバランスを取るために、株式市場に質やリスクの面で段階を設けて、多層的な市場を構築するという解決策が模索されている。多層的な市場の形勢については、2003 年 10 月の共産党第 16 期中央委員会第 3 回全体会議（第 16 期三中全会）後に発表された「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」や、2004 年 2 月に国務院から発表された「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」（国務院 9 条意見）といった資本市場改革のアウトラインにおいてもその必要性が言及され、2004 年 6 月には、深セン証券取引所に中小企業を主な対象とする中小企業板が設けられた¹¹。

また、2006 年 1 月には中国のシリコンバレーといわれる北京の中関村の企業を対象とした店頭取引が開始され、さらに 2006 年 11 月には天津市政府が天津に新興企業向けの店頭市場を設立する申請を国務院に対して行ったことが報道されるなどの動きも出てきている。2007 年中には、中関村の店頭取引の仕組みを全国に 52 存在する他の科学技術特区にも広げていくとも言われており¹²、直近では西安が 2 番手として有望との報道もなされている¹³。2007 年 1 月には、過去 3 度目となる全国金融工作会议¹⁴が開催され、他の金融問題と並んで、多層的な資本市場の形勢についてもテーマの一つとして議論されたと報道されている¹⁵。以下では、深セン証券取引所の中小企業板及び証券業協会が運営する店頭市場についての最近の動向を概観する。

2. 市場の独立へ向けて準備を進める深セン中小企業板市場

2004 年 6 月に深セン証券取引所に設けられた中小企業板には、2007 年 6 月 13 日現在、138 社が上場されている。現在までのところ、上場基準や上場手続きがメインボードと同じであり、上場審査のキャパシティ不足という問題の解消には直接的には寄与していない。中小企業板については、当初から段階的に発展させていくことが予定されていた。現在は、将来的な市場の独立を目指し、メインボードと比べて相対的に投資リスクが高いことを想定した特別な制度を整備している段階にある（詳細については参考を参照）。

その一方で、現在の中国の経済成長の原動力となっている民営企業にとっては、中小企業板は既に上場ルートの拡大に貢献しているとの評価も聞かれる。中国においては、過去、明示的ではないが、民営企業よりも国有企業などの政府傘下の企業の上場が実質的に優先される状況にあったが、中小企業板では民営企業の活性化が設立の目標としてうたわれていることもあり、実際に民営企業の割合が 7 割以上と非常に高くなっている。時価総額、売買高ではまだ市場全体の 3% 程度に過ぎないが、前出の図表 7 にあるように、2006 年以降、IPO 件数に占める中小企業板の割合が高くなってきており、国有企業中心であった上場企業の構成に変化を与えることが期待されている。

¹¹ 中小企業板の詳細及び導入経緯については、井上武「中国版ナスダック市場構想のスタート」『資本市場クォーターリー』2004 年夏号を参照。

¹² 新浪、2006 年 12 月 22 日付、新京報、同年 12 月 25 日付。

¹³ 中国証券報、2007 年 5 月 31 日付。

¹⁴ 数年間にわたる金融体制改革の基本方針が決定される重要な会議で、第 1 回は 1997 年 11 月、第 2 回は 2002 年 2 月に開催された。

¹⁵ 「財経」2007 年第 2 期、2007 年 1 月 22 日発行。

3. 三板市場

1999年9月に閉鎖されたSTAQS¹⁶と96年に中央国債登記結算公司に吸収されたNETS¹⁷に上場されていた法人株について代替市場を提供する目的で、2001年6月に中国証券業協会によって導入された株式代替売買システムであり、一般的に三板市場と呼ばれている。2002年8月からは、上場廃止になった企業の取引も同システムの対象となった。

企業は資格を満たす証券会社¹⁸と情報開示などに関する契約を結び、投資家はこの証券会社を通してコールオークション方式（いわゆる板寄せ方式）で売買を行う。証券業協会の規定¹⁹に基づいて企業は定期報告（年度、半期、四半期）、適時開示も求められる。取引情報や企業のディスクロージャー資料などについては、深セン証券取引所の子会社の深セン証券情報会社が運営するサイトから手に入れることが可能となっている²⁰。情報開示以外には特に企業に求められる条件はないが、取引の対象となる株式の半数を決済機関に預けることが必要とされる。

取引の仕組みは、対象企業の経営状況によって異なっており、株主資本や純利益がプラスで、公認会計士から否定的な意見を出されていない銘柄については週5日、それ以外の銘柄については、週3日（月、水、金曜日）取引される。2007年5月1日からは、年度報告を期限内に提示できない企業について取引を週1日（金曜日）とする改正がなされた。

投資家の注文は、午前9時30分から11時30分、13時から15時の間、受け付けられ、15時にコールオークションが実施され取引価格が決定される。2007年6月現在、指定証券会社は21社、上場会社数は47社、銘柄数は52（うち5銘柄はB株）となっている。

現在までのところ、上場廃止株式を取引する市場としてのイメージが強く、売買は余り活発ではない。累計の取引口座開設数は2006年末時点で41万口座、2007年5月の1日平均売買代金は3,800万元（6億円強）で中小企業板の売買代金の1%にも満たない。ちなみに時価総額の合計は中小企業板の5%程度である。

4. 中関村科技園区「新三板市場」

中関村は北京市の西北、北京大学や清華大学など有名大学が集まる海淀区に位置し、中国のシリコンバレーと呼ばれるようにIT企業や研究機関が集積した地区である。新三板市場は、この地域で活動するベンチャー企業の株式を取引する店頭市場のことである。ITバブルが崩壊し、ベンチャー企業の資金調達が困難となった2002年頃から構想が持ち上がっていたが、ようやく2006年1月16日になって導入が実現した²¹。

三板市場と同様に証券業協会が監督する市場で、深セン証券情報会社が運営するサイトを利用して、取引や情報の開示が行われている²²。企業は情報開示などに関する契約を売買仲介を担当

¹⁶ Securities Trading Automated Quotation System の略。当時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1990年12月5日に導入されたシステム。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。

¹⁷ National Electronic Trading System の略。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通信システムを利用して導入されたシステム。STAQS同様、会員制。

¹⁸ 総合証券（旧分類）の資格を持ち、直前に法令違反がなく、純資産が8億元以上、20以上の営業部（支店）があるなど一定の基準を満たした証券会社が指定を受けることができる。

¹⁹ 「株式取引会社のディスクロージャー実施細則」中国証券業協会、2001年11月28日公布。

²⁰ <http://www.gfzr.com.cn/index2.htm>

²¹ 各種規定が中国証券業協会から公布された日付。第一号の登録は同年1月23日。

²² <http://bjzr.gfzr.com.cn/bjzr/index.htm>

する証券会社との間で交わさなければならないが、数値基準としては設立3年という条件を満たせば取引の対象となることが可能である。取引仕法は三板市場と違ってコールオークションではなく、投資家に委託された証券会社が価格と数量を提示し、相対で交渉する仕組みとなっている。注文時間は週5日、午前9時30分から11時30分、13時から15時の間となっている。2007年6月現在、13社の株式が取引されている。

現在までのところ売買は余り活発ではないが、流動性を高めるために、2006年12月には、取引の最低単位が3万株から1万株に引き下げられた。また、同年12月29日には、北京時代科技株式会社が新三板市場で取引されている企業として初の第三者割当増資を実施し、単なる換金市場ではなく資金調達市場として新三板市場を活用することが実現した。さらに、現在、北京世紀瑞尔株式会社が新三板から取引所市場への上場を申請しており、上場市場へのエントリー市場としての新三板市場の実力も試されようとしている。

IV、最後に

株式市場の裾野の拡大は、経済成長とともに急速に積みあがってきている貯蓄の向かい先を確保する点でも重要である。中国の個人貯蓄はGDPに対して現在、100%程度であるが、日本や米国では同比率は300%に達している。日本が100%に達したのは1960年代の後半で、その後15年で同比率は200%になった。名目の個人金融資産残高は同15年間で8倍に増加した。日本で1950年代後半頃から生じた株式、投資信託ブームと現在の中国の状況を重ねてとらえる見方もある。人口構成や社会保障制度、経済構造の違いもあるため一概には比較できないが、急速に拡大する貯蓄のニーズに供給が追いつかないことによって、一部の資産にバブルが形成されるということも懸念されよう。

一方、最近、中国では、株式市場の回復に伴って、未公開株の売買を利用した詐欺的な取引による被害が広がっているとの報道もある。2006年12月12日には国務院から違法な株式発行や証券業務を厳格に取り締まることを目的とした通知が出され、証券、銀行、公安、法律などの監督部門によるプロジェクトチームが結成され、対応策が検討されているようである。当局による店頭市場の整備には、こうした不正な取引を排除するという政策意図もあるといわれている。また、証監会は、新しく、非上場企業の有価証券の発行や三板市場を担当する発行管理監督二部を設立し、店頭市場から取引所市場への上場ルートを整備しているとも伝えられている。

経済の成長力を真に体现する厚みのある株式市場の形成へ動き出した中国の株式市場の動向に注目したい。

《参考》中小企業板とメインボードの違い

1. 寄り付きと引けの取引

中小企業板では9時15分から9時25分にかけての寄り付き（コールオークション）の間、参考価格や売買が対当した数量、対当していない数量などの板情報が公開される。また、中小企業板ではメインボードと異なり、引けの取引についてもコールオークションが導入されている。14時57分から15時までの3分間、こちらは板情報を公開しない閉鎖式オークションで終値が決定される。寄り付きと引けの取引については、特に、時価総額が相対的に小さな中小企業株については価格が大きく変動する傾向があるため、不正な取引を排除することを目的としてこのような方式が採用されている。

2. 特別な値幅制限

中国ではメインボードには10%の値幅制限があるが、中小企業板では異常な価格変動を抑えるために更に特別の売買停止措置が導入されている（図表8）。市場平均を上回る値動きや売買回転率を基準にしたもので、値動きが荒く、相場操縦が頻繁に問題となる中国の事情を表していると言えよう。また、売買停止以外にも大幅な価格変動や売買が見られた銘柄については、取引上位5会員の名称と売買金額を取引所が公表する制度も導入されている。

3. ディスクロージャーの強化

中小企業板上場する企業については、上場企業一般と比べて、ディスクロージャーの充実が求められている。まず、投資家への情報発信の拡充のため、定期的な説明会の開催が義務化され

図表8 独特の売買停止、売買情報開示

■ 異常な動きによる売買の一時停止

以下に該当する場合、当該企業より公告が必要、翌日は10時30分から取引開始。期間中の売買高上位5会員の名称と取引金額が公表される。

- ・ 連続3日間以内の終値の騰落幅乖離率の累計が±20%（ST及び*ST株の場合は15%）に達したとき。

騰落幅乖離率＝個別株騰落率－インデックス騰落率

- ・ 連続3日間以内の一日平均売買回転率が、直前5日間の平均値の30倍に達し、かつ、累計の売買回転率が20%に達した場合。

■ 売買が活発な会員名、売買高の公表

以下に該当する場合、売買高上位5会員の名称と取引金額が公表される。

- ・ 1日の騰落幅乖離率が±7%に達した上位3銘柄
- ・ 1日の値幅が15%に達した上位3銘柄
値幅＝（高値－低値）／低値
- ・ 1日の売買回転率が20%に達した上位3銘柄

（注） ST 株、*ST 株とは連続して赤字を計上したり、財務諸表に問題があるなどで、値幅制限が通常の10%から5%に抑えられている株式。

（出所） 「中小企業板上場会社特別規定」および「中小企業板取引特別規定」より野村資本市場研究所作成

ている。説明会では、企業は財務状況や営業成績だけでなく、成長戦略や新製品・新技術の開発状況などを報告しなければならない。次に、調達した資金を実際に投資に利用した場合、公認会計士に対して詳細を報告し、定期報告の中でもその内容を開示しなければならない。また、メインボードでは半期ごとに開示することになっている大株主 10 位の情報について、中小企業板では四半期ごとに開示する義務がある。

4. 上場廃止リスクの警告、上場廃止の厳格化

2007 年 1 月 1 日からは、上場廃止リスクを警告する制度およびメインボードよりも厳格な取引停止、上場廃止の基準が導入された。新しい制度では、①収益性に問題がある企業や公認会計士が問題を提示した企業、②支配株主などによる資金占用などが生じている企業、③取引所から頻繁に譴責処分を受けている企業が発行する株式や派生商品、④株価が額面を下回ったままの銘柄や流動性が著しく小さい銘柄に対して、取引所が上場廃止リスクについて警告を行う（図表 9）。その後、一会計年度など一定期間で状況に改善が見られない場合には上場停止となり、さらに回復が見られない場合には上場廃止となる。

5. 調達資金の管理の厳格化

2006 年 7 月 12 日に、深セン取引所は、中小企業板に対して調達資金の管理を厳格化する規則を出した。中国では、過去に、上場会社が調達した資金を当初の目的とは異なった用途に乱用することが問題となり、その後、専用の銀行口座を利用して管理するなどの制度が導入された。今回の規則は、中小企業板上場している会社に対して、より調達資金の管理を厳格化するための詳細規則である。

規則では、口座を管理する商業銀行、上場会社、保証推薦機関との間で資金管理監督に関する契約を結び、定期的な報告や大きな払い出しがあった場合の報告を義務付けている。また、毎年、

図表 9 中小企業板上場廃止リスクの警告、上場停止、廃止の基準

	上場廃止リスクの警告の対象となる企業	上場停止	上場廃止
①	直近一年度の監査で株主資本がマイナスとなった場合	翌年度の監査でも状況が同じ場合	上場停止後最初の半期報告で、状況が同じ場合
②	直近一年度に公認会計士が監査報告において否定意見もしくは違法性を指摘した場合で深・証券取引所が重大だと判断した場合	翌年度の監査でも状況が同じ場合	上場停止後最初の半期報告で、状況が同じ場合
③	直近一年度の監査で対外向け担保の提供額が1億円を超えかつ純資産額の100%以上となった場合	翌年度の監査でも状況が同じ場合	上場停止後最初の半期報告で、対外向け担保の提供額が5000万円を超えかつ純資産額の50%以上となった場合
④	直近一年度の監査で、支配株主やその他関連企業に対して2000万円もしくは純資産の50%以上の資金が違法に提供された場合	翌年度の監査でも状況が同じ場合	上場停止後最初の半期報告で、支配株主やその他関連企業に対して違法に提供された資金が全部返済されていない場合
⑤	公開譴責処分を受けた後、24ヶ月以内に再び公開譴責処分を受けた場合	さらに12ヶ月以内に公開譴責処分を再び受けた場合	上場停止後12ヶ月以内に公開譴責処分を再び受けた場合
⑥	連続20取引日の間、株価の終値が額面を下回った場合	—	上場廃止リスクの警告から90日取引日以内に、連続20取引日の間、株価の終値が額面を上回る状況とならなかった場合
⑦	連続120取引日の累計の売買高が300万株を下回った場合	—	上場廃止リスクの警告から120取引日の累計の売買高が300万株を下回った場合

（出所）「中小企業板株式暫定上場停止、上場廃止特別規定」より野村資本市場研究所作成

資金の利用状況の報告を求め、実際の利用が計画から 30%ずれた場合には計画の見直しが必要としている。さらに、投資案件に関連する経済環境に重大な変化があった場合、投資案件が 1 年以上進展していない場合、投資計画の満期時点で 50%未満しか資金が利用されていない場合、その他投資案件に異常が発生した場合には、投資計画を精査し、変更の有無も含めて、結果を決算報告時に行わなければならないとしている。その一方で、投資計画に影響がなく、保証推薦人が同意した場合については、6 ヶ月を限度に調達資金を一時的に運転資金として利用することも可能としている。

著者紹介

井上 武 (いのうえ たけし)

株式会社野村資本市場研究所 主任研究員
関西学院大学商学部 客員准教授

1969 年生まれ。1992 年九州大学経済学部卒、2001 年北京大學国際 MBA 卒、経営学修士。

1992 年野村総合研究所入社。資本市場研究部企業金融研究室長を経て 2004 年 4 月より現職。

主要著書に『アジアの証券市場』（共著）、主要論文に「中国の年金制度と資産運用業界」『財界観測』第 69 巻第 4 号、Investing in China: Opportunities and Challenges, Privatization Barometer Newsletter, No.5 July 2006 などがある。