

2012年9月4日 全11頁

# 中国：新三板市場の現状と課題、今後の発展の方向性

## 戦略的新興産業の発展に必要な新三板市場

経済調査部  
齋藤 尚登

### [要約]

- 中国全体の非金融機関の資金調達は間接金融に依存している。しかし、銀行は中小企業向けの貸出には慎重である。中小企業にとって、株式上場による資金調達はさらに狭き門である。中小企業ボードはメインボードの一部と位置付けられ、上場基準もメインボードと同じである。新興企業ボードは、上場基準を一部緩和してはいるが、上場会社の約6割が中型企業、約4割が大型企業に分類され、小型企業はゼロである。
- 店頭市場への登録は、①中小企業ボードや新興企業ボードで対応できていない、中小企業に資金調達の道を拓く、②店頭登録の過程で、証券会社、公認会計士、弁護士など専門家の指導を受けることで、コーポレート・ガバナンスの確立が促される、③店頭登録による信用力向上で、銀行借入が容易になる、といったメリットが期待される。店頭市場のなかでも「新三板」市場は、高技術型企業の登録に力を入れており、中国の中長期的な発展に欠かせない戦略的新興産業を担う民間中小企業の資金調達の間として注目されている。
- 新三板市場の最大の問題点は、株主数が200人以内に制限されていることである。このため、株式譲渡や第三者割当増資も低調で、資金調達手段としては株式上場への依存を高めざるを得なかった。このような状況を改善する動きとして、2012年6月に中国証券監督管理委員会が発表した「非上場公衆会社監督管理方法（意見聴取版）」では、株主数200人超の非上場会社（店頭登録企業）に法的な根拠を与えようとしている。この他、新三板市場の対象を全国に拡大し、登録企業数を大きく増やすこと、マーケットメイカー制度を導入するなどして流動性を高めることも検討されている。今後の動向に注目したい。

## 中小企業の資金調達難

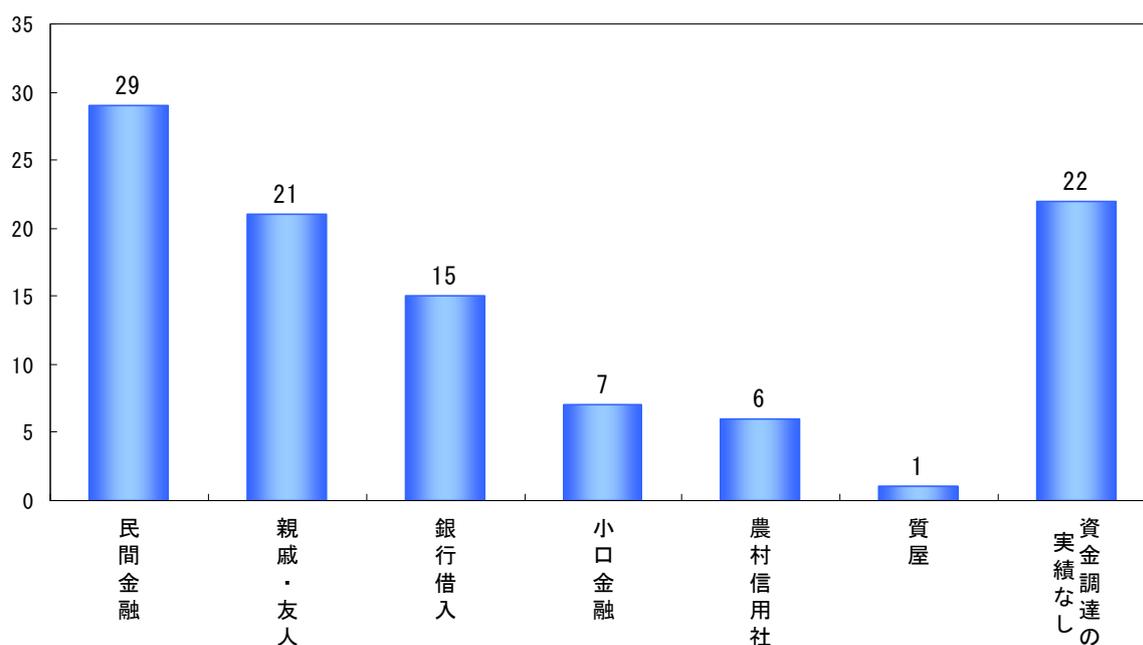
中小企業は、中国経済にとって極めて重要である。全国一定規模以上の工業企業における中小企業のウェイトをみると（2010年）、企業数は99.2%、従業員数は75.8%、生産額は67.1%に達している。その一方で、中小企業は資金調達に苦しむところが多い。北京大学が2011年7月に発表した「中小企業の経営難・資金調達難に関する調査・研究報告」によると、寧波市、台州市、紹興市など浙江省7都市の中小企業の資金調達方法は、民間金融（高利貸しなど）が29%、資金調達の実績なしが22%、親戚・友人が21%を占める一方、銀行借入は15%、小口金融は7%、農村信用社は6%など、金融機関からの資金調達は全体の3割弱にとどまっていることが明らかとなった。

これは、中国全体の非金融機関の資金調達が、間接金融に大きく依存しているのとは対照的である。2000年以降の非金融機関の資金調達方法をみると、2011年を除いて、銀行借入の割合が7割～8割超に達している。

銀行が中小企業への貸出に慎重な理由は、①家族経営が中心であるが故に、コーポレート・ガバナンスが確立されず、財務制度を含めた企業の管理レベルが低い、②資産規模が小さく、担保力も低い、③技術力やマーケティング能力の低さなど、製品や市場の先行きに大きな不確実性があり、経営リスクが高い、といった問題を抱えるところが多いためである。

中小企業にとって、株式上場による資金調達はさらに狭き門である。中小企業ボードは2004年6月に、新興企業ボードは2009年10月に開設された。そもそも、中小企業ボード開設の意

図表1 中小企業の資金調達方法別ウェイト（浙江省7都市）（単位：％）



（注）北京大学が浙江省の7都市の中小企業94社と銀行12行への直接訪問、中小企業2,313社のネット調査を実施（出所）北京大学「中小企業の経営難・資金調達難に関する調査・研究報告」（2011年7月）より大和総研作成

図表2 中国の非金融機関の資金調達額・ウエイトとその内訳（単位：億元、％）

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
国債発行	2,478	2,598	3,461	3,525	3,126	2,997	2,675	1,790	1,027	8,182	9,735	17,100
ウエイト	14.4	15.7	14.4	10.0	10.8	9.8	6.7	3.6	1.7	6.3	8.8	13.7
社債発行	83	147	325	336	327	2,010	2,266	2,290	6,078	12,367	11,713	23,103
ウエイト	0.5	0.9	1.4	1.0	1.1	6.6	5.7	4.6	10.0	9.5	10.5	18.5
株式発行	2,103	1,252	962	1,357	1,504	1,053	2,246	6,532	3,527	3,904	6,116	4,377
ウエイト	12.3	7.6	4.0	3.9	5.2	3.4	5.6	13.1	5.8	3.0	5.5	3.5
銀行借入	12,499	12,558	19,228	29,936	24,066	24,617	32,687	39,205	49,854	105,225	83,572	80,412
ウエイト	72.8	75.9	80.2	85.2	82.9	80.2	82.0	78.7	82.4	81.1	75.2	64.3
資金調達額合計	17,163	16,555	23,976	35,154	29,023	30,677	39,874	49,817	60,486	129,678	111,136	124,992
ウエイト	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

（出所）中国人民銀行の各年度貨幣政策報告書により大和総研作成

義は、中小企業の株式市場における資金調達機会の拡大であり、新興企業ボードは、成長性は高いが経営年数は短く、規模が小さく、利益変動性・経営リスクが高い「ハイリスク・ハイリターン」型企業向けの資金調達の場としての役割が期待されていた。しかし、中小企業ボードはメインボードの一部と位置付けられ、上場基準もメインボードと同じである。新興企業ボードは、上場基準を一部緩和してはいるが、上場会社の約6割が中型企業、約4割が大型企業に分類<sup>1</sup>され、小型企業はゼロである。両ボードともに、真に中小企業向けに開かれた市場とは言い難い。

以上から、中小企業の資金調達難の改善には、銀行が貸出に躊躇する理由に解決の道筋を付けることが肝要である。

店頭市場への登録は、①中小企業ボードや新興企業ボードで対応できていない、中小企業に資金調達の道を拓く、②店頭登録の過程で、証券会社、公認会計士、弁護士など専門家の指導を受けることで、コーポレート・ガバナンスの確立が促される、③店頭登録による信用力向上で、銀行借入が容易になる、といったメリットが期待される。

店頭市場のなかでも「新三板」市場は、中国の中長期的な発展に欠かせない戦略的新興産業を担う民間中小企業の資金調達の場として注目されている。

2010年10月の「戦略的新興産業の育成・発展加速に関する国務院の決定」によると、今後中国は経済・社会の持続的安定成長の促進を目的に、知識・技術集約型で資源消費が少なく、潜在成長力が高い7大産業を戦略的新興産業と位置付け、積極的な育成・発展を図る方針である。7大戦略的新興産業とは、①省エネ・環境保護、②新世代情報技術、③バイオ、④ハイエンド装置製造、⑤新エネルギー、⑥新素材、⑦新エネルギー自動車である。「決定」で明記された目標によると、戦略的新興産業の生産額が名目GDPに占める割合を2009年の2%から2015年には8%前後、2020年には15%前後に高め、一部分野ではその技術を世界の先進水準にまで引き上げる

<sup>1</sup> 2011年の「中小企業分類標準規定」によると、工業企業の分類は以下の通りである。大型企業は売上4億元以上、従業員数1,000人以上、中型企業は売上2,000万元～4億元、従業員数300人～1,000人、小型企業は売上2,000万元以下、従業員数は20人～300人。

としている。これらの戦略的新興産業が今後の中国の産業構造の高度化を大きく左右するといっても過言ではない。

投資資金の調達については、財政投資、銀行融資、資本市場での資金調達、ベンチャーキャピタル投資などが列挙されており、特に、「新三板」市場が果たすべき役割は大きい。図表 3 は、各発展段階における高技術型中小企業の特徴であり、「新三板」市場は、創業期の中後期から発展期の初期までの重要な期間に位置する高技術型中小企業に、研究開発、設備導入、技術刷新、市場開拓、販売・管理の刷新などに必要な資金を調達する場を提供することが期待されているのである。

図表 3 各発展段階における高技術型中小企業の特徴

	シード期	創業期	成長期	成熟期
資金の調達先	自己資金、エンジェル投資、政府系シード基金、ファイナンスリース	ベンチャーキャピタル、担保融資、新三板市場	プライベート・エクイティ・ファンド、インベストメント・バンク、銀行融資、新興企業ボード、新三板市場	メインボード（中小企業ボードを含む）、新興企業ボード、銀行融資、信託など
財務状況	①収入がなく、キャッシュフローがマイナス、②研究開発費用の支出が必要、③財務状況が厳しい	①販売ネットワークが未整備、②コスト・費用が比較的高い、③赤字経営が多い	①規模経済が具現化、②収益力が大幅に増加	①安定的利益・キャッシュフローを獲得、②利益率が徐々に低下
組織構造	①組織構造が単純、②複数の職務を兼任、③権力・責任が不明確	①垂直的職能構造、②権力・責任が明確、③意思決定が集中、高効率	①分業が明確・洗練、②マトリクス組織を構築	①組織構造がフラット化、②組織構造がネットワーク化
イノベーション	理論の実用化、研究開発重視	経営管理イノベーションが先導	経営管理イノベーション、市場革新、人材誘致	製品・技術の革新
リスク特徴	科学技術成果の実用化に伴うリスク	創業に伴う経営・技術・製品・市場のリスク	市場リスク、管理リスク	モデルチェンジ・資産再編などに伴うリスク
市場環境	①製品が未完成、②製品が競争力に欠ける、③サンプル生産や市場調査を行う段階	①製品価格が比較的高い、②市場が未開拓、③小規模生産	①市場シェアが拡大、②マーケティング強化	①知名度の向上、②製品が市場ニーズを満足できるかどうかが鍵

(出所) 「中国の中小企業の特徴と店頭市場のリスク回避メカニズムの研究」(天津財経大学)より大和総研作成

## 新三板の現状と課題

### 新三板市場とは？

中国証券業協会は、メインボードで上場廃止となった株式の譲渡を行うことなどを目的に、2000年に一部の証券会社に対して、店頭取引を認めた。中国では、メインボードと中小企業ボードを「一板」市場、新興企業ボードを「二板」市場と呼ぶことから、上記店頭取引を「三板」市場と呼んだ。しかし、「三板」市場は、当然ながら増資など資金調達機能はなく、また小規模で流動性も低く、注目度も低いままであった。

その後、資本市場多層化の観点から、店頭取引市場を發展させ、ハイテク・高成長の新興企業の育成を目指す動きが活発化した。こうしたなか、中国科学技術部、中国証券監督管理委員会、中国証券業協会、深圳証券取引所、北京市中関村管理委員会の5部門により設立されたのが、「新三板」市場である。これにより、従来の「三板」市場は「老三板」市場と呼ばれるよ

うになった。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学技術パークの非上場株式会社株式の株価提示・譲渡の試行方法」とその関連規則が中国証券業協会により発表され、新三板市場が本格的に動き出した。試行方法の改訂版は2009年6月12日付けで発表され、同年7月6日に発効した。新三板市場は、第三者割当増資が可能であるため、ハイテク技術企業の資金調達の間を提供するとともに、メインボード、新興企業ボードの上場を目指す企業のプラットフォームにもなりつつある。

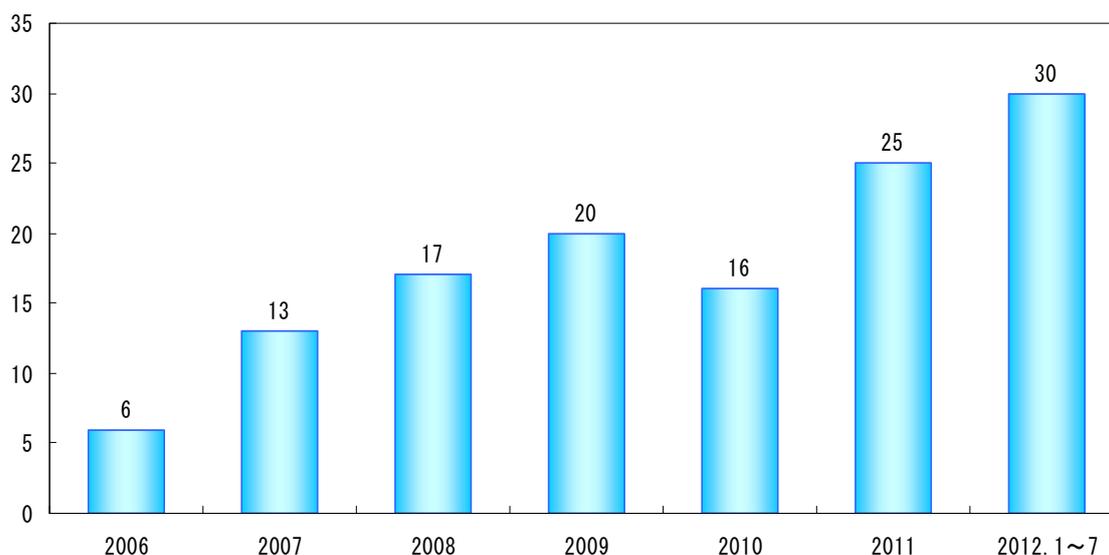
### 新三板市場の現状

新三板市場では現在のところ、ハイテク企業が集積し中国のシリコンバレーと呼ばれる北京市中関村科学技術パーク内の企業のみを対象にしている。中国証券業協会によれば、2012年7月末時点で、新三板市場登録銘柄は127社である。

中国証券業協会によると、2012年7月末時点で、老三板・新三板合計で183銘柄が登録され、時価総額は87億元、流通時価総額は37億元であった。2012年7月末時点での上海・深圳証券取引所上場のA株、B株の時価総額は21兆3,192億元、うち、中小企業ボードは2兆7,697億元、新興企業ボードは7,895億元である。このように、現段階では新三板市場の規模は小さい。

新三板市場での株式譲渡は低調であり、2011年末の発行済み株式数32億5,698万株に対し、年間売買高は9,544万株と、売買回転率は2.9%にとどまっている。株式譲渡が低調な理由は、①資金調達の最終手段として、証券取引所への上場を希望するところが多く、新三板での株式譲渡による資金調達に大きなインセンティブはない、②株主数は200人以下に限定されており、投資家の裾野が広がっていない、③マーケットメイカー制が導入されていない、などである。

図表4 新三板市場新規登録企業数（単位：社）



（注）証券取引所に上場済みとなった登録企業は除外  
（出所）中国証券業協会資料より大和総研作成

上記②に関連して、新三板市場で取引に参加できる投資家は、(1) 機関投資家、(2) 新三板市場登録前の自然人株主、(3) 第三者割当増資、ストックオプションにより株式を保有する自然人株主、(4) 資産相続、法律裁決により株式を保有する自然人株主、(5) 中国証券業協会が認定するその他投資家、である。新三板市場登録企業の自然人株主は、自らが保有する自社株のみが譲渡可能となっている。

このように、新三板市場の投資家は、ベンチャーキャピタルやプライベートエクイティなどの機関投資家と、登録会社の経営陣、主要な技術要員、発起人など 2,000 人余りの自然人株主に限られ、一般個人投資家による売買は認められていない。

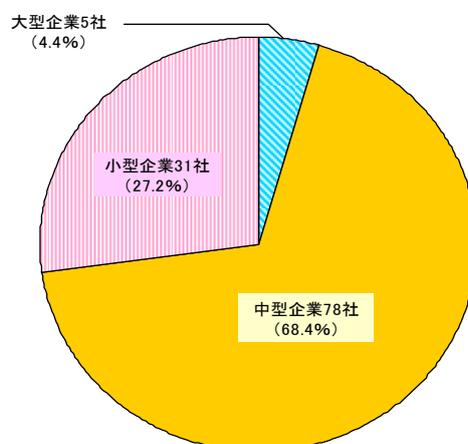
中国証券業協会によると、情報開示義務のある 115 社のうち 114 社が 2011 年の年度報告を発表した。新三板登録企業の 2011 年の 1 社当たり平均売上額は前年比 30%増の 1 億 914 万元、非経常損益控除後の純利益は 27%増の 1,033 万元、純資産収益率は 17.5%、EPS は 0.35 元であった。工業企業の売上額基準でいえば、114 社中 5 社が大型企業（売上額 4 億元以上）、78 社が中型企業（売上額 2,000 万元～4 億元）、31 社が小型企業（売上額 2,000 万元未満）に分類され、「中小企業向け」の店頭市場というコンセプトは有効である。

図表 5 新三板市場概況

	登録会社数 (社)	発行済株式数 (万株)	売買高 (万株)	売買代金 (万元)	第三者割当増資 調達額 (万元)	売買回転率 (%)
2006	10	57,664	1,511	7,814	11,000	2.6
2007	24	123,603	4,325	22,472	8,190	3.5
2008	41	188,634	5,381	29,259	19,704	2.9
2009	59	235,892	10,702	48,216	15,226	4.5
2010	74	268,977	6,886	41,678	32,525	2.6
2011	97	325,698	9,544	56,028	66,239	2.9

(出所) 深圳証券取引所株式譲渡代行システム資料より大和総研作成

図表 6 新三板市場登録企業の規模別分類



(注) 2011 年の年度報告を行った 114 社が対象

(出所) 中国証券業協会資料より大和総研作成

## 新三板登録銘柄の資金調達方法

株式会社化の際は1株＝純資産1円で株式を発行する。新三板市場登録の際にも1株＝1円で評価され、登録しただけでは資金調達は行われず。ただし、登録後は時価で譲渡され、一部譲渡による資金調達は可能である。また、第三者割当増資による資金調達も可能であり、増資の際の株価は、時価より低く設定されるのが一般的である。増資先の多くは、支配株主の親族やベンチャーキャピタル、プライベートエクイティなどである。株式譲渡と第三者割当増資はともに活発ではなく、多くは証券取引所への上場による資金調達を目指している。

### (1) 第三者割当増資

第三者割当増資は私募であり、対象は機関投資家と自然人株主に限定される。1度の第三者割当増資で新たに増える株主は20人以下とし、第三者割当増資後の株主総数は200人以内に制限される。第三者割当増資は、2010年と2011年にそれぞれ倍増したとはいえ、全般的には低調である。2006年～2011年累計では、延べ32社が15億2,883万円の第三者割当を実施したに過ぎず、1回当たりでは4,778万円の調達であった。ちなみに、中小企業ボードの資金調達額は2011年だけで1,482億元に達している。①新三板市場登録企業は、最終的な資金調達手段として証券取引所への上場を希望するところが多く、時価より低い価格設定が一般的な第三者割当増資に大きなインセンティブはない、②新三板登録会社の株主数は200人以内と規定され、第三者割当増資による株主数増加を制限している、ことが低調の主因である。

図表7 2006年～2011年の新三板登録企業第三者割当増資状況（年度別、銘柄別）

銘柄コード	銘柄名	2006年 (万円)	2007年 (万円)	2008年 (万円)	2009年 (万円)	2010年 (万円)	2011年 (万円)	累計調 達回数	累計調達金額 (万円)
430065	中海陽					11,250	21,200	2	32,450
430010	現代農装			5,500			18,000	2	23,500
430003	北京時代	5,000		2,454		6,000		3	13,454
430001	世紀瑞尔				8,700			1	8,700
430037	聯飛翔				3,341	4,950		2	8,291
430011	指南針		7,315					1	7,315
430006	北陸薬業			6,663				1	6,663
430057	清暢電力					1,500	5,100	2	6,600
430002	中科軟	6,000						1	6,000
430064	金山頂尖						5,600	1	5,600
430047	諾思蘭德						3,973	1	3,973
430020	建工華創					3,780		1	3,780
430008	紫光華宇				3,185			1	3,185
430051	九恒星					780	2,315	2	3,095
430018	合縱科技			3,000				1	3,000
430075	中訊四方						3,000	1	3,000
430033	彩訊科技					2,600		1	2,600
430032	凱英信業						2,475	1	2,475
430014	恒業世紀			2,087				1	2,087
430029	金泰得					1,665		1	1,665
430027	北科光大						1,510	1	1,510
430055	達通通信						1,075	1	1,075
430063	工控網						1,000	1	1,000
430071	首都在線						990	1	990
430015	蓋特佳		875					1	875
合計		11,000	8,190	19,704	15,226	32,525	66,239	32	152,883

(注1) 調達額の計上時期は中国証券業協会への登録時点

(注2) 調達額には、第三者割当増資による資産買収額を含む

(出所) 深圳証券取引所株式譲渡代行システム資料より大和総研作成

## (2) 証券取引所への上場

既述のように、新三板市場登録企業は、証券取引所への上場を最終的な資金調達手段と想定しているところが多い。

これまでに、新三板市場登録企業であった北京久其ソフト（銘柄コード：002279、深圳中小企業ボード、IT 関連）、北京北陸薬業（銘柄コード：300016、深圳新興企業ボード、バイオ医薬）、北京世紀瑞尔技術（銘柄コード：300150、深圳新興企業ボード、IT 関連）、北京佳訊飛鴻電気（銘柄コード：300213、深圳新興企業ボード、通信システム開発）、北京紫光華宇（銘柄コード：300271、深圳新興企業ボード、IT 関連）、博暉創新（銘柄コード：300318、深圳新興企業ボード、医療機器）の6社が深圳証券取引所への上場を果たした。さらに、中国証券監督管理委員会による発行審査を通過した企業には、東土科技（深圳新興企業ボードに上場予定、ネットワーク通信）、安控科技（深圳新興企業ボードに上場予定、遠方監視制御装置製品）の2社があり、双杰電気（機械設備）、世紀東方（通信信号技術）、康斯特（計量器）、中海陽（太陽光発電）の4社は審査待ちとなっている。この他の上場予備軍は8社以上とされる。

図表8 上場済み6社のIPO一覧表

会社名	銘柄コード	発行価格 (元)	PER (倍率)	発行株数 (万株)	調達金額 (億元)
久其ソフト	002279	27.0	36.1	1,530	4.1
北陸薬業	300016	17.9	47.9	1,700	3.0
世紀瑞尔	300150	33.0	105.4	3,500	11.5
佳訊飛鴻	300213	22.0	53.7	2,100	4.6
紫光華宇	300271	30.8	33.9	1,850	5.7
博暉創新	300318	15.0	34.1	2,560	3.8

(出所) 深圳証券取引所より大和総研作成

図表9 新三板登録銘柄による株式新規公開（IPO）時の株主構成

会社名	銘柄コード	業種	上場日	上場市場	IPO時点の株主構成
久其ソフト	002279	IT関連	2009/8/11	中小企業ボード	自然人株主53.68%、北京久其科技投資会社（大株主）34.2%、その他株主（IPO前第三者割当増資）12.11%
北陸薬業	300016	バイオ医薬	2009/10/30	新興企業ボード	支配株主を含む自然人株主43.77%、北京科技（ベンチャーキャピタル）22.63%、重慶三峡（深圳メインボード上場会社）18.86%、盈富泰克（ベンチャーキャピタル）14.74%
世紀瑞尔	300150	IT関連	2010/12/22	新興企業ボード	支配株主を含む自然人株主59.77%、国投高科（国有株主）10%、后迪中海（ベンチャーキャピタル）3.92%、青島前進（投資会社）1.5%、上海深南企業管理事務所1.16%、清華大学教育基金会（后迪中海と后迪明德の実質支配株主）1%、后迪明德（ベンチャーキャピタル）1%、その他株主21.65%
佳訊飛鴻	300213	通信設備製造	2011/5/5	新興企業ボード	支配株主を含む自然人株主100%
紫光華宇	300271	IT関連	2011/10/26	新興企業ボード	支配株主を含む自然人株主98.13%、北京信捷和盛（コンサルティング会社）1.87%
博暉創新	300318	医療機器	2012/5/23	新興企業ボード	支配株主を含む自然人株主100%

(出所) 各社株式上場目論見書により大和総研作成

## 新三板市場の登録基準

新三板市場の登録基準は以下の通りである。

- ① 登記地が中関村の高新技術企業であり、2年以上存続している株式会社であること（2006年版の規定では3年以上）。有限責任会社が純資産を株式に転換し、全体として株式有限会社に転換した場合は、有限責任会社の設立日からの起算が可能、
- ② 主要業務が際立ち、継続した経営能力があること、
- ③ コーポレート・ガバナンスが健全で、会社運営が規範化されていること、
- ④ 株式発行と譲渡行為が合法であること、
- ⑤ 北京市人民政府が発行する非上場会社株式の価格提示・譲渡のテスト資格確認書を取得していること、
- ⑥ 中国証券業協会が要求するその他の条件を満たしていること。

新三板市場は、利益要件が要求されないことが最大の特徴となっている。新興企業ボードでは、利益要件として、①直近2年連続して利益を計上し、その累計額は1,000万円を下回らず、かつ持続的に増加していること、もしくは、②直近1年で利益を計上し、かつ純利益が500万円を下回らず、直近1年の営業収入が5,000万円を下回らず、直近2年の営業収入増加率がともに30%を下回らないこと、を求めている。

図表 10 新三板市場の登録基準と、新興企業ボード、メインボードの上場基準

項目	中関村新三板市場	新興企業ボード（深圳）	メインボード（上海、深圳）
経営年数	2年以上	3年以上	3年以上
利益要件	なし	・直近2年連続して利益を計上し、その累計額は1,000万円を下回らず、かつ持続的に増加していること。もしくは、 ・直近1年で利益を計上し、かつ純利益が500万円を下回らず、直近1年の営業収入が5,000万円を下回らず、直近2年の営業収入増加率がともに30%を下回らないこと	①直近3年連続して利益を計上し、かつ3年間累計の純利益が3,000万円を下回らないこと ②直近3年の営業キャッシュフローの累計が5,000万円以上であるか、もしくは、累計の営業収入が3億元以上であること
資産要件	なし	直近1年の純資産額は2,000万円を下回らないこと	直近年度末の無形資産（土地使用権や水域養殖権、鉱物探掘権を除く）が純資産に占める割合が20%を超えないこと
株式資本要件	なし	発行後の株式資本総額は3,000万円を下回らないこと	株式発行前の株式資本総額は3,000万円を下回らないこと
主要業務への集中	主要業務が突出していること	1種類の業務を主に営んでいること	なし
実質支配株主など	なし	直近2年において、主要業務、取締役、高級管理者に重大な変化および実質支配株主に変更がないこと	直近3年において、主要業務、取締役、高級管理者に重大な変化および実質支配株主に変更がないこと

（出所）中国証券業協会、上海証券取引所、深圳証券取引所資料より大和総研作成

## 新三板の今後の発展の方向性

### 株主数が 200 人を超える非上場会社に法的根拠を与える動き

新三板市場の最大の問題点は、株主数が 200 人以内に制限されていることであろう。株式を発行し、株主数が 200 人を超え、証券取引所に上場していない会社は、厳格に言えば非合法であった。株主数が 200 人以内に限定されているため、株式譲渡や第三者割当増資も低調で、資金調達手段としては株式上場への依存を高めざるを得なかった。

このような状況を改善する動きとして、2012 年 6 月に中国証券監督管理委員会が発表した「非上場公衆会社監督管理方法（意見聴取版）」では、株主数 200 人超の非上場会社（店頭登録企業）に法的な根拠を与えようとしている。

「非上場公衆会社監督管理方法（意見聴取版）」によると、非上場公衆会社とは、①株式が特定の対象に対して発行され、もしくは特定の対象に譲渡された結果、株主が 200 人を超えた会社、②株式が公開方式で社会公衆に譲渡されている会社、のいずれかで、かつその株式が証券取引所で取引をされていない株式有限会社である。非上場公衆会社の株式は、中国証券登記決済会社が集中登記と保管を行い、株式の公開譲渡は法律に基づいて設立された証券取引機構（注：店頭市場）で行うとされている。

株式を特定対象に譲渡した結果、株主が 200 人を超えた場合は、3 ヶ月以内に中国証券監督管理委員会に認可を申請するか、株主の人数を減らす。

第三者割当増資の対象は、（1）会社株主、（2）取締役、監査役、高級管理職、（3）投資家資格を認定された自然人投資家、法人投資家、その他の経済組織であり、（3）は 1 回当たり 35 人を超えないことが求められる。発行方法は、私募に限定（公开发行は認めない）。発行申請は 1 度で、資金需要動向によって、資金募集を複数回に分けることができる。会社は 3 ヶ月以内に 50%以上を発行し、残りについては、12 ヶ月以内に複数に分けて発行をすることができる。第三者割当増資後の株主が 200 人を超えない、あるいは、12 ヶ月以内の株式発行による累計の資金調達額が 1,000 万元未満の場合、監督管理部門への認可申請は不要である。

### 登録銘柄の増加と取引の活性化

2012 年 7 月末時点で、新三板市場の登録企業は 127 社である。新興企業ボードの 341 社、中小企業ボードの 689 社、メインボード（上海 948 社、深圳 484 社＝中小企業ボードを除く）の 1,432 社と比較すれば、新三板の登録企業数はまだまだ少ない。

今後の重点は新三板市場の対象を全国に拡大し、登録企業数を大きく増やすことである。具体的には、①現在の登録銘柄は北京市中関村科学技術パークに設立された企業に限定しているが、今後は全国の国家級ハイテクパークに設立された企業に拡大する、②将来的には、ハイテクパーク以外でも、一定基準・条件を満たすハイテク技術企業、もしくは優良な未上場企業が、新三板市場に登録できるようにする、ことが検討されている。

中国証券監督管理委員会は、2012年8月3日に、北京市中関村科学技術パークで試験的に実施されている新三板市場を、上海張江高新技術産業開発区、武漢東湖高新技術産業開発区、天津濱海高新区の企業にも拡大することを決定している。2010年末時点の全国84のハイテクパーク内企業数は5万3,692社を数えており、潜在的な発展余地は大きい。

この他、中国証券業協会は、流動性向上を目的に、①取引の最低単位を3万株から1,000株に引き下げる、②新三板市場での株式譲渡を投資経験2年以上、資金規模50万元以上（2012年7月の中国証券業協会の新三板会議で提案されたのは証券口座資産30万元以上）の個人投資家に開放、③証券会社による直接投資（上限は登録銘柄総株式数の10%）を認める、④マーケットメイカー制を導入する、ことなどを検討している。

### 新三板市場の機能強化

新三板市場登録企業の多くは、最終的な資金調達手段として証券取引所への上場を念頭に置いており、「绿色通道」と呼ばれる優先上場制度の導入を強く希望している。「绿色通道」とは、新三板市場登録企業が、新興企業ボードやメインボード（中小企業ボードを含む）の上場条件を満たした場合、中国証券監督管理委員会の発行審査委員会を通さない、簡素化されたプロセスで上場が可能な制度のことである。しかし、上海・深圳証券取引所のIPO順番待ち企業が数百社に達していること、スポンサー証券会社が証券取引所への上場審査をも実質的に担う形になること<sup>2</sup>の是非からすれば、新三板市場の登録企業の優先上場といった特別扱いは難しいであろう。

中小企業にとって、証券取引所への上場は極めて狭き門である。新三板市場における資金調達機能がもっと重視されるべきであり、これが結果的に証券取引所への上場圧力の低下につながる可能性がある。中国証券監督管理委員会が、株式数が200人を超える新三板登録企業に法的根拠を与え、資金調達機能や流動性を高める方針を示したことは、前向きな大きな一歩と評価できよう。

中国の民間の中小企業の平均寿命は諸説あり、2.9年とも3.7年ともいわれている。短命の最大の要因が資金調達難とコーポレート・ガバナンスの欠如である。新三板市場を代表とする店頭市場への登録の際には、スポンサー証券会社を中心に公認会計士、弁護士、産業アナリストなどが、コーポレート・ガバナンスの確立に関与し、登録後は情報開示が求められる。また、新三板市場では、第三者割当増資による資金調達が認められるほか、登録後は銀行の信用ランクが向上し、銀行貸出が増えるなどのメリットももたらされている。新三板市場の発展は、活力ある中小企業の育成に不可欠であるといえよう。

以上

<sup>2</sup> 新三板市場への登録審査はスポンサー証券会社の内部審査が重要な役割を果たし、中国証券監督管理委員会の発行審査委員会の審査が必要なしとされれば、スポンサー証券会社が上場審査を実質的に行うことになる。