

2013年2月28日 全14頁

中国の中小企業向け店頭市場が正式スタート

経済調査部
シニアエコノミスト 齋藤 尚登

[要約]

- 2013年1月16日に、中小企業向け店頭市場である「全国中小企業株式譲渡システム」が正式にスタートした。中小企業の最大の問題点は、資金調達難とコーポレート・ガバナンスの欠如である。「全国中小企業株式譲渡システム」では、①2013年1月1日の「非上場公衆会社監督管理方法」の発効により、従来は株主数が200人以下に制限されていたのが、200人超となることが認められたこと、②システムの正式スタートにより、従来の北京市中関村所在のハイテク企業向け店頭市場との位置付けから、ハイテク産業に限定されない全国の中小企業向け店頭市場へと発展する素地が形成されたこと、③本人名義の前営業日終値の証券資産が300万元（約4,107万円）以上といった厳しいハードルはあるものの、個人投資家にも売買が解禁された、など、資金調達機能や投資家の裾野の広がりにも寄与する措置も打ち出されている。同システムでは、創業者などの保有株の市場での売却や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が期待される。
- 「全国中小企業株式譲渡システム」への登録の事前準備として、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、登録希望企業のコーポレート・ガバナンスの確立に関与する点もメリットの一つである。「全国中小企業株式譲渡システム」の発展は、活力ある中小企業の育成に不可欠であり、今後の動向に注目したい。

中小企業向け店頭市場「全国中小企業株式譲渡システム」の正式スタート

2013年1月16日に、中小企業向け店頭市場である「全国中小企業株式譲渡システム」(<http://www.neeq.com.cn/>)が正式にスタートした。2013年2月8日には、中国証券監督管理委員会（CSRC）が、「全国中小企業株式譲渡システム業務規則（試行）」など、一連の規則を公表している。同システムは国务院の認可を経て設立された店頭市場であり、登録企業は「非上場公衆会社」としてCSRCの監督管理下に置かれる。全国中小企業株式譲渡システムを管理・運営するのは「全国株式譲渡システム会社」である。

全国中小企業株式譲渡システムの前身は、中国証券業協会が2000年に一部の証券会社に認めた店頭市場の「株式譲渡代行システム」であり、当初は、1999年に閉鎖されたSTAQシステムと

NET システムで取引されていた非流通法人株の売買と、上海・深圳証券取引所で上場廃止となった株式の売買が行われていた。中国では、メインボードを「一板」市場、新興企業ボードを「二板」市場と呼ぶことから、上記店頭市場を「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、店頭市場を発展させ、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、CSRC、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有限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日付で発表され、同年7月6日に発効。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場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なりつつあった。

このような設立の背景により、2013年1月16日にスタートした「全国中小企業株式譲渡システム」には、2013年2月26日現在、従来の新三板市場の205銘柄、老三板市場の56銘柄の合計261銘柄が登録されている。以下では、従来の新三板登録企業を念頭に解説する。

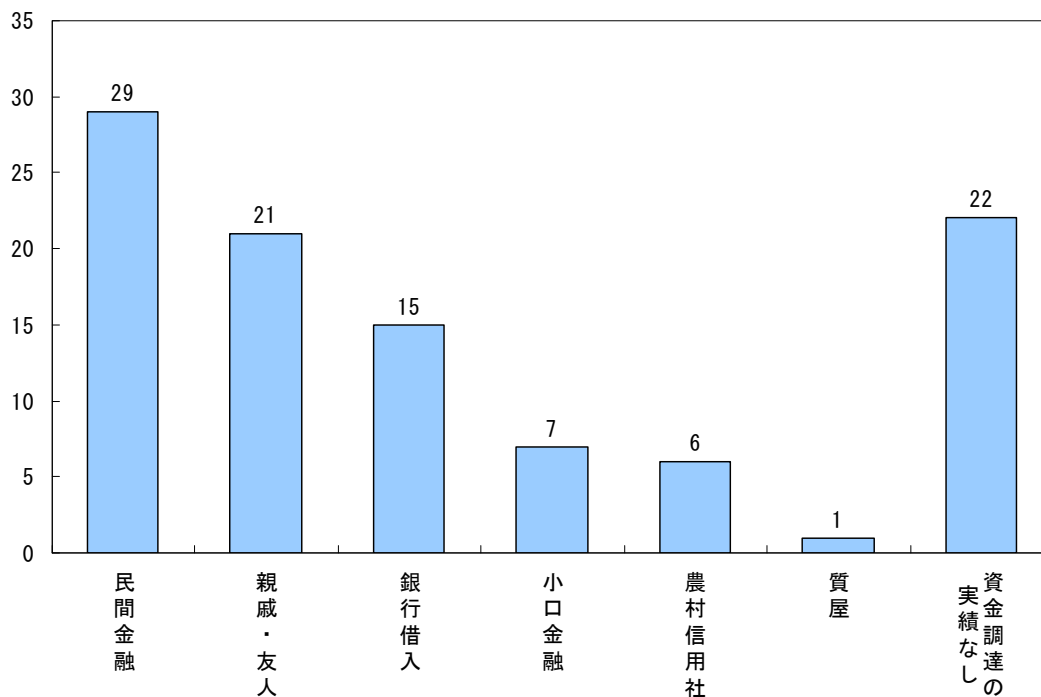
「全国中小企業株式譲渡システム」への期待

中小企業は、中国経済にとって極めて重要である。2011年時点の全国一定規模以上の工業企業における中小企業のウエイトをみると、企業数は97.2%、従業員数は64.7%、生産額は58.4%を占める。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、正規の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、中国全体の経済活動が、間接金融に大きく依存しているのとは対照的である。金融システムから実体経済に供給された資金のネット増加額である、社会資金調達規模の推移をみると、近年、人民元貸出増加額のウエイトは大きく低下しているとはいえ、2012年でも52.1%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。

中小企業の資金調達方法別ウエイト（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

社会資金調達規模（金額、ウエイト）（単位：億元、％）

社会資金調達規模（金額）（単位：億元）

	社会資金 調達規模	内訳						
		人民元貸出 増加額	外貨貸出 増加額	委託貸出 増加額	信託貸出 増加額	未割引の 銀行引受手形 増加額	企業債券 増加額	非金融企業の 域内株式発行 増加額
2002年	20,112	18,475	731	175	-	-695	367	628
2003年	34,113	27,652	2,285	601	-	2,010	499	559
2004年	28,629	22,673	1,381	3,118	-	-290	467	673
2005年	30,008	23,544	1,415	1,961	-	24	2,010	339
2006年	42,696	31,523	1,459	2,695	825	1,500	2,310	1,536
2007年	59,663	36,323	3,864	3,371	1,702	6,701	2,284	4,333
2008年	69,802	49,041	1,947	4,262	3,144	1,064	5,523	3,324
2009年	139,104	95,942	9,265	6,780	4,364	6,406	12,367	3,350
2010年	140,191	79,451	4,855	8,748	3,865	23,346	11,063	5,786
2011年	128,286	74,715	5,712	12,962	2,034	10,271	13,658	4,377
2012年	157,605	82,035	9,163	12,838	12,888	10,498	22,498	2,508

社会資金調達規模（ウエイト）（単位：％）

	社会資金 調達規模	内訳						
		人民元貸出 増加額	外貨貸出 増加額	委託貸出 増加額	信託貸出 増加額	未割引の 銀行引受手形 増加額	企業債券 増加額	非金融企業の 域内株式発行 増加額
2002年	100.0	91.9	3.6	0.9	-	-3.5	1.8	3.1
2003年	100.0	81.1	6.7	1.8	-	5.9	1.5	1.6
2004年	100.0	79.2	4.8	10.9	-	-1.0	1.6	2.4
2005年	100.0	78.5	4.7	6.5	-	0.1	6.7	1.1
2006年	100.0	73.8	3.4	6.3	1.9	3.5	5.4	3.6
2007年	100.0	60.9	6.5	5.7	2.9	11.2	3.8	7.3
2008年	100.0	70.3	2.8	6.1	4.5	1.5	7.9	4.8
2009年	100.0	69.0	6.7	4.9	3.1	4.6	8.9	2.4
2010年	100.0	56.7	3.5	6.2	2.8	16.7	7.9	4.1
2011年	100.0	58.2	4.5	10.1	1.6	8.0	10.6	3.4
2012年	100.0	52.1	5.8	8.1	8.2	6.7	14.3	1.6

(注) 社会資金調達規模は金融システムから实体经济に供給された資金のネット増加額
 (出所) 中国人民銀行より大和総研作成

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。2004年6月に開設された中小企業ボードは、2012年末までに701社が上場、累計資金調達額は6,357億元、流通時価総額は1兆6,244億元である。2009年10月に取引を開始した新興企業ボードは、2012年末までに355社が上場、累計資金調達額は2,331億元、流通時価総額は3,335億元となっている。そもそも、中小企業ボード開設の意義は、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位置付けられていた。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¹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。

また、ここ数年の社会資金調達規模では、企業債券増加額のウエイトが大きく拡大したが、中小企業はその恩恵を受けていない。中国の社債には、国家発展改革委員会が認可するプロジェクト債（企業債）、CSRCが上場企業に対して認可する会社債、中国銀行間市場取引者協会が審査・登録を行うコマーシャルペーパーなどがあるが、中小企業は国家発展改革委員会によって集合起債（複数の中小企業をパッケージにしたもの）が僅かに認められているにすぎない。

このように、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。特に、コーポレート・ガバナンスについて、家族経営が中心であることは、創業の初期段階では、意思決定の速さや経営資源の集中などのメリットが大きい。しかし、規模が大きくなるにつれて、（1）企業の所有権と経営権が分離されず、コーポレート・ガバナンスを形成する、株主会、取締役会、監査役会が形骸化し、経営決定権、経営権、監督権が一体化してしまう、（2）家長を中心とした集権的管理により、企業の意思決定失敗や、企業競争力低下の可能性が高まる、（3）家族経営が続くことによる、人材育成、抜擢・登用のインセンティブの低下や、家族以外の優秀な人材の流出リスクが高まる、といった問題が顕在化しやすくなることを意味している。

「全国中小企業株式譲渡システム」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。

「全国中小企業株式譲渡システム」の現状

「全国中小企業株式譲渡システム」における従来の新三板市場登録企業は、2013年2月26日現在で205社にとどまる。同システムの正式スタートを前に、2012年は1年間で103社の増加を記録したとはいえ、登録企業数はまだまだ少ない。これは、従来の新三板市場が、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

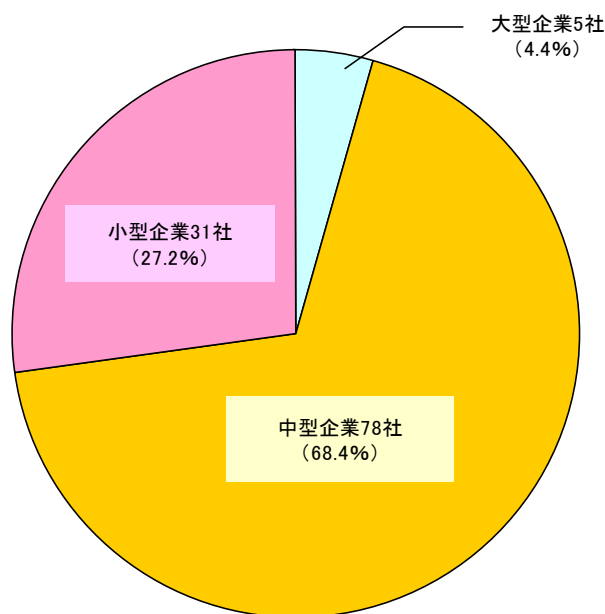
¹ 2011年の「中小企業分類標準規定」によると、工業企業の分類は以下の通りである。大型企業は売上4億元以上、従業員数1,000人以上、中型企業は売上2,000万元～4億元未満、従業員数300人～1,000人未満、小型企業は売上2,000万元未満、従業員数は20人～300人未満。

対象にしていたためである。その後、CSRC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た。

さらに、2013年2月8日に発表された「全国中小企業株式譲渡システム業務規則」では、登録企業は高新技術（ハイテク）企業に限定されないことが明記されている。「中小企業向けの店頭市場」というコンセプトを打ち出すことで、今後の産業の裾野の広がり、登録企業数の増加が期待されよう。

ちなみに、中国証券業協会によると、2011年の年度決算報告を行った従来の新三板登録企業の規模別分類（工業企業の売上額基準）は、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～4億元未満）、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った。

従来の新三板市場登録企業の規模別分類（2011年）



(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

従来の新三板市場での株式売買は極めて低調であり、2012年末の発行済み株式数55億2,730万株に対し、年間売買高は1億1,456万株と、売買回転率は2.1%にとどまっている（2012年の上海株式市場の売買回転率は76.9%、深圳株式市場は193.1%）。株式売買が低調な理由は、（1）資金調達最終手段として、IPOの実施と証券取引所への上場を希望するところが多く、店頭市場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）2012年末まで株主数は200人以内に制限されていたため、投資家の裾野が広がらなかった、（3）マーケットメイカー制が導入されていなかった、などである。

全国中小企業株式譲渡システムの概況

	登録企業数 (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
2012	200	552,730	11,456	58,432	73,506	2.1

(出所) 全国中小企業株式譲渡システム資料より大和総研作成

しかし、「全国中小企業株式譲渡システム」では、株主数の制限が緩和され、マーケットメイカー制が導入されるといった大きな変更が実施されている。

従来、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が、2013 年 1 月 1 日の「非上場公衆会社監督管理方法」発効後は、株主数 200 人超の非上場会社（店頭登録企業）に法的な根拠が与えられた。「非上場公衆会社監督管理方法」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会社である。要は店頭登録企業の株主数は 200 人を超えても良くなったのである。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（店頭市場）で行うとされている。

さらに、「全国中小企業株式譲渡システム」での取引に投資家として参加できるのは、①登録資本 500 万元（約 6,845 万円）以上の機関投資家、②出資総額 500 万元以上のパートナー企業、③投資信託、証券投資ファンドなどの金融商品・資産、④本人名義の前営業日終値の証券資産（除く信用取引）が 300 万元（約 4,107 万円）以上で、かつ 2 年以上の証券投資経験（もしくは金融・投資・財政・経済に関する専門的な知識か、トレーニング経験）を有する自然人投資家、である。この他、(1) 全国中小企業株式譲渡システム登録前の自然人株主、(2) 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、(3) 資産相続、法律裁判により株式を保有する自然人株主は、自らが保有する自社株のみが取引可能となっている。

従来の新三板市場との最大の違いは、ハードルはかなり高いとはいえ、個人投資家の取引が認められるようになったことであろう。

なお、登録企業の支配株主と実質的な支配株主が登録前に直接間接に保有していた当該登録企業株式は、登録日、登録日から 1 年後、登録日から 2 年後に、それぞれ 1/3 ずつ売却制限が解除される（全国中小企業株式譲渡システムでの売却による資金調達が可能）。

「全国中小企業株式譲渡システム」では、マーケットメイカー制の採用も可能となっている。2013 年 2 月 8 日に発表された「全国中小企業株式譲渡システム業務規則」、「全国中小企業株

式譲渡システムの「スポンサー証券会社管理細則」では、同システムにおける株式売買方式として、協議方式、マーケットメイカー方式、オークション方式、その他のCSRCが認める方式を採用することができるとしている。マーケットメイカー方式を導入する場合、2社以上のスポンサー証券会社がサービスを提供し、マーケットメイカーは持続的に売り買い双方の価格を提示し、投資家との売買を成立させることになっている。

「全国中小企業株式譲渡システム」における資金調達

株式会社化の際は、純資産1元程度で1株を発行する。「全国中小企業株式譲渡システム」への登録の際にも1株はほぼ1円で評価され、登録しただけでは資金調達は行われない。ただし、登録後は時価で売買され、株式の一部売却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。このため、最終的には、IPO実施と証券取引所への上場による資金調達を目指しているところが多い。

(1) 第三者割当増資

従来の新三板市場でも第三者割当増資は行われていたが、増資による資金調達は低調であった。2006年～2012年累計では、延べ52社が22億6,389万円の第三者割当を実施したにすぎず、1回当たりでは4,354万円の調達である。①店頭登録企業は、最終的な資金調達手段としてIPOの実施と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従来の新三板登録企業では、1度の第三者割当増資で新たに増える株主は20人以下とされ、株主数は増資後でも200人以内に制限されていた、ことが低調の主因である。

2013年以降の第三者割当増資には、「非上場公衆会社監督管理方法」が適用され、株主数が200人を超えることが認められている。同管理方法によると、①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、中核となる職員、(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、(2)と(3)は1回当たり合計で35人を超えないことが求められる、②発行方法は、私募に限定する(公开发行は不可)、③1度の発行申請で、資金募集は複数回に分けることができる。会社は3ヵ月以内に50%以上を発行し、残りについては、12ヵ月以内に複数に分けて発行をすることができる、④第三者割当増資後の株主が200人を超えない、あるいは、12ヵ月以内の株式発行による累計の資金調達額が会社の純資産の20%未満の場合、監督管理部門への認可申請は不要である、とされた。

さらに、「全国中小企業株式譲渡システム」での取引参加者(既述)も第三者割当増資の対象として認められており、2012年以前との比較ではある程度、対象となる投資家層と人数が拡大されている。

2006年～2012年の従来の新三板登録企業第三者割当増資状況（年別、銘柄別）

銘柄コード	銘柄名	2006年 (万元)	2007年 (万元)	2008年 (万元)	2009年 (万元)	2010年 (万元)	2011年 (万元)	2012年 (万元)	累計調達回数	累計調達金額 (万元)
430065	中海陽					11,250	21,200		2	32,450
430010	現代農装			5,500			18,000		2	23,500
430017	星昊医薬							16,961	1	16,961
430003	北京時代	5,000		2,454		6,000			3	13,454
430002	中科軟	6,000						7,200	2	13,200
430001	世紀瑞尔				8,700				1	8,700
430028	京鵬科技							8,459	1	8,459
430037	聯飛翔				3,341	4,950			2	8,291
430011	指南針		7,315						1	7,315
430049	双杰電気							7,200	1	7,200
430056	百慕新材							6,834	1	6,834
430006	北陸薬業			6,663					1	6,663
430057	清暢電力					1,500	5,100		2	6,600
430064	金山頂尖						5,600		1	5,600
430021	海鑫科金							5,075	1	5,075
430047	諾思蘭德						3,973		1	3,973
430089	天一衆合							3,816	1	3,816
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
430088	七維航測							3,075	1	3,075
430018	合縱科技			3,000					1	3,000
430075	中訊四方						3,000		1	3,000
430036	鼎普科技							2,626	1	2,626
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
430095	航星株式							1,512	1	1,512
430027	北科光大						1,510		1	1,510
430059	中海紀元							1,500	1	1,500
430070	賽德科技							1,500	1	1,500
430071	首都在線						990	484	2	1,474
430091	東方生態							1,408	1	1,408
430083	中科聯衆							1,300	1	1,300
430090	同輝佳視							1,280	1	1,280
430055	達通通信						1,075		1	1,075
430053	国学時代							1,024	1	1,024
430063	工控網						1,000		1	1,000
430015	蓋特佳		875						1	875
430062	中科国信							791	1	791
430078	君徳同創							748	1	748
430077	道隆ソフト							714	1	714
	合計	11,000	8,190	19,704	15,226	32,525	66,239	73,506	52	226,389

(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) 全国中小企業株式譲渡システム資料より大和総研作成

(2) 証券取引所への上場

従来の新三板登録企業では、7社が深圳証券取引所への上場を果たしている。具体的には、久其ソフト（銘柄コード：002279、深圳中小企業ボード、IT関連）、北陸薬業（銘柄コード：300016、深圳新興企業ボード、バイオ医薬）、世紀瑞尔（銘柄コード：300150、深圳新興企業ボード、IT関連）、佳訊飛鴻（銘柄コード：300213、深圳新興企業ボード、通信システム開発）、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）、東土科技（銘柄コード：300353、新興企業ボード、ネットワーク通信）の7社である。

安控科技（全国中小企業株式譲渡システムの銘柄コード430030、深圳新興企業ボードに上場予定、遠方監視制御装置製品）は、CSRCによる発行審査を通過。さらに、双杰電気（同銘柄コ

ード430049、機械設備)、世紀東方(同銘柄コード430043、通信信号技術)、康斯特(同銘柄コード430040、計量器)、合縦科技(同銘柄コード430018、配電・制御設備製造)の4社はCSRC審査待ちとなっているほか、現代農装など6社が株主総会で上場手続きを進めることを決議している。

通信システム開発の佳訊飛鴻を例に、従来の新三板市場登録時代から新興企業ボード上場までの資金調達状況をみてみよう。2007年10月に新三板市場に登録した佳訊飛鴻は、2011年4月20日にIPOの認可を獲得し、登録廃止となった。この間の株式譲渡は僅か1回で、2008年6月17日に1株9.8円で3万株を王翊・副総経理兼董事会秘書の親族に譲渡している(手数料など考慮しない調達金額は29.4万元)。2011年5月5日には新興企業ボードへの上場を果たしており、IPO価格は22円で2,100万株が新規発行された。手数料などを考慮しない資金調達額は、4億6,200万元となっている。このように、最終的にIPOを実施し、証券取引所への上場の可能性が高い登録企業にとって、株式譲渡や第三者割当増資は得策とはいえず、株式売買や第三者割当増資が低調な大きな要因となっている。

上場済み7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
東土科技	300353	20.8	35.2	1,340	2.8

(出所) 深圳証券取引所より大和総研作成

従来の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%、肩迪中海(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(肩迪中海と肩迪明德の実質支配株主)1%、肩迪明德(ベンチャーキャピタル)1%、その他株主21.65%
佳訊飛鴻	300213	通信システム開発	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%
東土科技	300353	ネットワーク通信	2012/9/27	新興企業ボード	支配株主を含む自然人株主72.46%、華中実業(民営企業)10.31%、その他法人株主17.23%

(出所) 各社株式上場目録見書により大和総研作成

「全国中小企業株式譲渡システム」の登録基準

従来の新三板市場はハイテク企業の登録を念頭に置いていたが、全国中小企業株式譲渡システムは、国有や民間といった所有制を問わず、産業もハイテクに限定されない。全国中小企業株式譲渡システムの登録基準は以下の通りである。

- ① 2年以上存続している株式有限会社であること。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 業務が明確で、持続して経営する能力があること、
- 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 株主の権利が明確で、株式発行と譲渡行為が合法であること、
- ⑤ スポンサー証券会社の推薦と持続的な監督・指導を受けていること、
- ⑥ 全国株式譲渡システム会社が要求するその他の条件を満たしていること。

全国中小企業株式譲渡システムは、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。

全国中小企業株式譲渡システムの登録基準と、新興企業ボード、メインボードの上場基準

項目	全国中小企業株式譲渡システム	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5,000万元以上であるか、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	業務が明確なこと	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）全国中小企業株式譲渡システム、上海証券取引所、深圳証券取引所資料より大和総研作成

スポンサー証券会社の役割

スポンサー証券会社は、登録希望会社の事前調査と内部審査を行い、全国株式譲渡システム会社に登録推薦を行うなど、極めて重要な役割を担う。

登録推薦について、①スポンサー証券会社が直接間接に登録希望会社株式の7%以上を保有、もしくは、上位5名の株主となっている場合、②登録希望会社が直接間接にスポンサー証券会社株式の7%以上を保有、もしくは、上位5名の株主となっている場合、③スポンサー証券会社

の株主上位 10 名が登録希望会社の上位 3 位以内の株主の場合、スポンサー証券会社は、当該登録希望会社の登録推薦を行うことはできない。

スポンサー証券会社は、登録推薦を予定する会社毎に、事前調査を行う内部専門家チームを設立する。内部専門家チームの構成メンバーは、過去 3 年以内に違法行為がなく、証券従業員資格を持つ公認会計士・弁護士・登録予定会社が属する産業分野のアナリストが最低 1 名ずつ必要である。内部専門家チーム内に 1 名の責任者を指名し、その者が案件に全責任を負う。責任者は 3 年以上の投資銀行業務経歴を有し、国内外の IPO あるいは、増資、転換社債発行などの主幹事案件で主管を務めるか、2 つ以上の登録推薦に携わった経験を持つことが条件となっている。

当該会社の新三板市場への登録推薦を行うか否かは、スポンサー証券会社の内部に設けられる審査会による審査で決定される。審査会メンバーは、10 名以上で外部からの招聘も可能である。審査会メンバーは、3 年以内に違法行為のない、(1) 公認会計士か弁護士資格を持ち、かつ 3 年以上の専門経歴もしくは、投資銀行業務経歴を持つ者、(2) 5 年以上の投資銀行分野での経歴を持つ者、(3) 専門分野におけるシニアアナリスト、もしくは 5 年以上の経歴を持つアナリストで構成される。登録推薦は 7 名以上の記名投票で 2/3 以上の賛成（かつ、公認会計士、弁護士、産業の専門家が全て賛成）で通過となる。7 名以上のうち、弁護士、公認会計士、産業の専門家は 1 名ずつ必要である。

さらに、スポンサー証券会社は、全国中小企業株式譲渡システムへの登録後も、登録企業が情報開示義務を履行しているか、コーポレート・ガバナンスがしっかりしているかなどを監督・指導することが求められる。登録企業が重大情報を発表する前に、それを審査するのもスポンサー証券会社の役割である。

全国中小企業株式譲渡システムへの登録には、スポンサー証券会社の登録推薦と登録申請書を全国株式譲渡システム会社に提出し、同社の同意と CSRC の認可が必要である。ただし、全国株式譲渡システム会社の審査は、形式審査であり、スポンサー証券会社の役割・責任が極めて大きいといえる。

「全国中小企業株式譲渡システム」登録銘柄の取引方法

全国中小企業株式譲渡システム（従来の新三板）登録銘柄の取引方法は、協議方式、マーケットメイカー方式、オークション方式、その他の CSRC が認めた方式による。協議方式を採用する場合、全国株式譲渡システム会社は同時にオークション方式による取引を提供する。全国株式譲渡システム会社の同意を得た上で、登録企業は取引方式を選択・変更することができる。マーケットメイカー方式を導入する場合、2 社以上のスポンサー証券会社がサービスを提供し、マーケットメイカーは持続的に売り買い双方の価格を提示し、投資家との売買を成立させる。

取引時間は月曜日から金曜日までの 9 時 15 分（当面は 9 時半）から 11 時半までと、13 時から 15 時までである。売買の最低単位は 1,000 株（当面は 3 万株）、1,000 株未満（当面は 3 万株未満）の売却は可能だが、一括売却が要求される。呼び値は最低 0.01 元である。決済は約定日の翌日（T+1）。従来の新三板市場の株式譲渡には値幅制限は設けられていない（当面は前日比 100%以上の上昇となる注文は取消とされる）。

「全国中小企業株式譲渡システム」の登録企業の取引停止、登録廃止

全国中小企業株式譲渡システム（従来の新三板）登録銘柄について、以下の状況の一つが発生した場合、全国株式譲渡システム会社は、当該登録銘柄の取引を暫定的に停止し、規定に則った情報開示後、もしくは取引暫定停止となった理由が解消された後に取引を再開する。

- (1) 開示すべき重大情報が開示前に秘密にすることが難しいと予想される場合、既に漏洩した場合、公共メディアで関連する噂が報道されるなどして、株式取引価格に比較的大きな影響が出る可能性がある、あるいは既に影響が出ている場合、
- (2) 政府部門に政策諮問を行う必要がある場合、先例のない、あるいは重大な不確実要素が存在する重要事項が発生した場合、登録企業が取引の暫定停止を申請する合理的な理由のあるその他の事項が発生した場合、
- (3) CSRC に IPO と上場を申請する場合、あるいは証券取引所に上場を申請する場合、
- (4) 全国株式譲渡システム会社に登録廃止を自主的に申請する場合、
- (5) 規定期限内に年度報告と半期報告を開示できない場合、
- (6) スポンサー証券会社との持続的監督・指導協議を解除した場合、
- (7) 会社法第 181 条が規定する解散、裁判所が会社再生、和解、破産清算申請を受理した場合。

以下の状況の一つが発生した場合、全国株式譲渡システム会社は当該登録企業の登録を廃止する。

1. CSRC が IPO 申請を認可した場合、証券取引所が上場に同意した場合、
2. 登録廃止申請が、全国株式譲渡システム会社の同意を得た場合、
3. 規定期限内に年度報告と半期報告を開示できない場合で、規定期限を過ぎてから 2 ヶ月以内に年度報告と半期報告を開示できない場合、
4. スポンサー証券会社との持続的監督・指導協議を解除した場合で、取引が暫定停止となった日から起算して 3 ヶ月以内に他のスポンサー証券会社との間で持続的監督・指導協議を締結できない場合、
5. 登録企業が清算を経て会社登記を抹消した場合、
6. 全国株式譲渡システム会社が規定するその他の状況の場合。

上記 3. と 4. によって登録廃止となった会社については、全国株式譲渡システム会社は当該株式の非公開譲渡サービスを提供することができる。

また、登録廃止となった会社が、登録廃止の理由が解消された場合、当該者の申請、スポンサー証券会社の推薦、全国株式譲渡システム会社の同意を経て、再登録が可能である。

登録銘柄の情報開示義務

登録企業は会計士事務所の審査済み年度報告（年度終了後 4 ヶ月以内）、半期報告（上期終了後 2 ヶ月以内）、臨時報告の開示が求められる。情報開示文書については、スポンサー証券会社が事前に審査を行う。

なお、以下の状況の一つが発生した場合、全国株式譲渡システム会社は、当該登録企業を特別処理に指定し、略称の前に ST を付けて、投資家にリスク喚起を行う。

- ① 直近会計年度の会計報告に公認会計士事務所が否定意見を表明するか、意見を表明できない

場合、

- ② 直近会計年度の期末純資産が負の値となった場合、
- ③ 全国株式譲渡システム会社が規定するその他の状況の場合。

「全国中小企業株式譲渡システム」と QFII、外資との合弁証券会社

QFII（域外機関投資家）が投資可能なのは、証券取引所上場商品、証券投資信託、CSRC の認可を得た金融商品であり、非上場株式である全国中小企業株式譲渡システム登録銘柄は、投資対象外である。

また、全国中小企業株式譲渡システムでは、スポンサー証券会社が、①推薦業務（登録推薦、持続的管理・指導、第三者割当増資や M&A に関連する業務）、②ブローカレッジ業務、③マーケットメイカー業務、④全国中小企業株式譲渡システムが規定するその他の業務、を行う。①は証券の引受・推薦資格を有することが条件であり、外資との合弁証券会社も規則上は参加が可能である。2001 年 12 月の WTO 加盟後に設立された外資との合弁証券会社は、②に必要なブローカレッジ業務資格と③に必要な証券自己売買資格を基本的に有していないので（債券の自己売買のみ可能）、取り扱いはできない。

全国中小企業株式譲渡システムによれば、上記資格を有するスポンサー証券会社は、66 社を数えるが、WTO 加盟後の合弁証券会社はリストにない（WTO 加盟以前に設立された合弁証券会社である中国国際金融、光大証券、中銀国際証券の 3 社にはブローカレッジ業務が認められており、スポンサー証券会社の資格を有する）。

まとめ

既述のとおり、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。CSRC によると、2013 年 1 月 31 日時点で、IPO の審査待ち企業は 873 社（上海市場 177 社、深圳市場・中小企業ボード 364 社、新興企業ボード 332 社）に達しているが、規模の小さい本来の意味での中小企業は、この順番待ちリストに入ることさえ難しい。「全国中小企業株式譲渡システム」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。

中小企業の最大の問題点は、資金調達難とコーポレート・ガバナンスの欠如である。「全国中小企業株式譲渡システム」では、①2013 年 1 月 1 日の「非上場公衆会社監督管理方法」発効により、従来、株主数が 200 人以下とされていたのが、200 人超となることが認められたこと、②「全国中小企業株式譲渡システム」の正式スタートにより、これまでの北京市の中関村所在のハイテク企業向け店頭市場との位置付けから、ハイテク産業に限定されない全国の中小企業向け店頭市場へと発展する素地が形成された、③厳しいハードルはあるものの、個人投資家にも売買が解禁された、など、資金調達機能や投資家の裾野の広がりにも寄与する措置も打ち出されている。同システムでは、創業者などの持株の市場での売却や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が期待される。

「全国中小企業株式譲渡システム」への登録の事前準備として、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、登録希望企業のコーポレート・ガバナンスの確立に関与する点もメリットの一つである。

2012 年末時点で、従来の新三板市場の登録企業は 200 社（2013 年 2 月 26 日時点では 205 社）であり、2012 年の 1 年間で 103 社増えたとはいえ、登録企業数はまだまだ少ない。

「全国中小企業株式譲渡システム」の発展は、活力ある中小企業の育成に不可欠であり、今後の動向に注目したい。

以上