

中国：全国中小企業株式譲渡システム （店頭市場）が飛躍的に拡大

—ただし、これからが正念場



大和総研 シニアエコノミスト

齋藤 尚登

1. 資本市場改革に10年ぶりの 国務院（内閣）方針を発表

2013年11月に開催された中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議（三中全会）は、2020年までの改革方針を示した「全面的改革深化の若干の重大な問題に関する党中央の決定」を採択した。資本市場については、「重層的な資本市場システムを整え、株式発行の登録制への改革を進め、複数ルートによるエクイティファイナンスを推進し、債券市場の

〈目次〉

1. 資本市場改革に10年ぶりの国務院（内閣）方針を発表
2. 中小企業の資金調達難
3. 「全国中小企業株式譲渡システム」への期待
4. 2014年に飛躍的な拡大
5. 「全国中小企業株式譲渡システム」の課題

発展と規範化を図り、直接金融の割合を引き上げる」旨が強調されている。

これを受けて、国務院（内閣）は2014年5月8日付けで「資本市場の健全な発展をさらに促進することに関する意見」を発表した。通常、資本市場については中国証券監督管理委員会（CSRC）などの監督官庁が規則や意見を出すのが、国務院という上位組織が資本市場に的を絞った「意見」を出すのは2004年以来10年ぶりであった。骨子は、以下の通りである。

- ① 多層的な株式市場の発展。株式発行の登録制への改革（現在は審査・認可制）、メインボード・中小企業ボード・新興企業ボード・全国中小企業株式譲渡システムの発展、区域性エクイティ市場の整理と多層的株式市場への編入、上場会社の質的向上、マーケットを活用したM&Aの奨励、上場廃止制度の整備などが重点。

- ② 債券市場の発展。様々な投資家ニーズに応える多様な債券の発行、健全な地方政府債券制度の構築、中小企業向け債券の多様化、格付けサービスの発展などに注力。
- ③ 私募市場の育成。株式・債券・ファンドの健全な私募発行制度の構築、私募投資ファンドの発展を促進。
- ④ 先物市場の建設推進。
- ⑤ 証券先物サービス業の競争力向上。参入を容易化し、仲介機関のイノベーションを促進。機関投資家を育成。
- ⑥ 資本市場の対外開放の拡大。QFII（適格域外機関投資家による中国の人民元建て証券金融市場投資）、QDII（適格域内機関投資家による域外の証券金融市場投資）、域外個人投資家による対内投資、域内個人投資家による対外投資などを推進。

特徴的なのは、株式市場と債券市場の双方で、中小企業への言及がなされていることである。以下では、中小企業の資金調達難の問題、さらにはその緩和につながりうる「全国中小企業株式譲渡システム（中小企業向け店頭登録市場）」の現状と課題を解説する。

■ 2. 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。2014年12月に発表された第3回全国経済センサスによれば、2013年末時点の第二次産業、第三次産業を担う法人企業は820.3万社で、うち小型・零細企業（注1）が785万社と全体の95.6%を占め、従業員数は1億4,730万人で全体の50.4%を占める。国家統計局によると、2013年末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は、資産は52.0%、売上は60.2%、利益は60.7%を占めている。

一方で、中小企業は、「融資難・融資貴」（資金調達難・資金調達コスト高）と呼ばれる問題に苦しむところが多い。

国有企業を中心に大企業は、銀行貸出に多くを依存するが、中小企業の資金調達は、高利貸しといった民間金融や親戚・友人などが中心で、正規の金融機関からの貸出は相対的に少ない。中国には、日本のかつての中小企業金融公庫のような中小企業向けの専門の金融機関はなく、中小企業金融のノウハウは蓄積されにくい。銀行にしてみれば、過去からの取引実績があり、国家政策を担う国有企業や国家プロジェクト向けの貸出を優先する一方で、中小企業向けにはこうしたインセンティブは働かないのが現状である。

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にはさらに狭き門である。深圳証券取引所には、2004年6月に中小企業ボードが、2009年10月には新興企業ボードが開設されたが、中小企業ボードとは名ばかりで、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いるが、IPO時では約6割が中型企業、約4割が大型企業に分類され(注2)、小型企業はゼロである。両ボードとも、真に中小企業に開かれた市場とは言い難い。

■ 3. 「全国中小企業株式譲渡システム」への期待

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、監査役会が設置されず、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、チェックアンドバランスが働かず、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。

こうしたなかで、2013年1月16日に正式スタートした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、スポンサー証券会社、弁護士事務所、会計士事務所など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特徴は、以下の通りである。

- ① 従来、ハイテク企業に限定した登録を行っていたが、2013年1月の全国中小企業株式譲渡システムの正式スタートにより、ハイテク限定という規制は撤廃された。
- ② 全国中小企業株式譲渡システムへの登録では、利益・資産・資本要件は求められない。ちなみに、中小企業ボードの上場基準はメインボードと同一であり、新興企業ボードの上場基準は若干緩和されているとは言え、例えば、利

(表1) 全国中小企業株式譲渡システムの登録基準

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1,000万円を下回らないこと。もしくは、 ・直近1年で利益を計上し、直近1年の営業収入が5,000万円を下回らないこと	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	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

益要件として、直近2年連続して利益を計上し、累計額は1,000万円を下回らないこと、もしくは、直近1年で利益を計上し、営業収入が5,000万円を下回らないこと、を求めている。

- ③ 全国中小企業株式譲渡システムでは、本人名義の前営業日終値の証券資産が500万円（約9,500万円。当初は300万円であったが、2013年末に500万円以上に引き上げ）といった厳しいハードルはあるものの、個人投資家の売買が解禁されたなど、ある程度投資家を拡大する措置も打ち出されている。
- ④ 全国中小企業株式譲渡システムにおける資金調達について、企業が株式会社化する際は、基本的に純資産1円で1株を発行するが、同システムへの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。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。

- ⑤ 全国中小企業株式譲渡システムの株式売買方式は、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が認める方式を採用することができる。2014年6月5日に「マーケットメイカーの業務管理規定（試行）」が発表され、同年8月25日にマーケットメイカー制度が始動した。2014年末時点の1,572社の登録会社のうち、122社でマーケットメイカー制が採用されている。

(表2) 全国中小企業株式譲渡システムの市場概況

	登録会社数 (社)	発行済株式数 (億株)	時価総額 (億円)	増資による株式発行			株式譲渡			
				発行回数 (回)	発行株数 (億株)	資金調達額 (億円)	売買高 (億株)	売買代金 (億円)	売買 回転率 (%)	PER (倍)
2006	10	5.77	—	—	—	—	0.16	0.83	—	—
2007	24	12.36	—	3	0.45	1.19	0.44	2.32	—	—
2008	41	18.86	—	5	0.56	2.46	0.54	2.95	—	—
2009	59	23.59	—	2	0.10	0.56	1.07	4.83	—	—
2010	74	26.90	—	8	0.69	3.58	0.70	4.19	—	—
2011	97	32.57	—	10	0.80	6.48	0.96	5.62	5.6	—
2012	200	55.27	336.10	24	1.93	8.59	1.15	5.84	4.5	20.7
2013	356	97.17	553.06	60	2.92	10.02	2.02	8.14	4.5	21.4
2014	1,572	658.35	4,591.42	327	26.43	129.99	22.82	130.36	19.7	35.3

(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

■ 4. 2014年に飛躍的な拡大

全国中小企業株式譲渡システムは、2013年の助走期を経て、2014年に飛躍的な拡大を遂げた。転機となったのは、2013年12月13日付けの「国務院による全国中小企業株式譲渡システムにかかわる問題の決定」の発表である。「決定」では、①全国中小企業株式譲渡システムは、イノベーション型、創業型、成長型の中小企業の発展に寄与し、株式譲渡、エクイティファイナンス、デットファイナンス、M&Aなどによる資金調達を促進する、②株式上場基準を満たした登録会社は、証券取引所への上場申請が可能である、③登録時や増資後の株主が200名を超えない場合は、登録や増資に関するCSRCの認可は不要である、④中小企業の業績の変動性は大きく、経営リスクが比較的高い特徴に鑑み、自然人投資家の参入条件を厳格化し、証券会社、保険会社、証券投資ファンド、プライベートエクイティ

ファンド、ベンチャーキャピタルファンド、QFII、企業年金等の機関投資家中心の市場として育成する、ことなどが打ち出された。

国務院の「決定」が、全国中小企業株式譲渡システムの発展にお墨付きを与えた事実は極めて重要であり、登録会社数は2013年末の356社から2014年末には1,572社へ、時価総額は同様に、553億元から4,591億元へ、増資による資金調達額は2013年の10億元から2014年には130億元へ、株式譲渡売買代金は同様に、8億元から130億元へと急拡大した^(注3)。

全国中小企業株式譲渡システムにおける資金調達で、特筆すべきは、今後、会社債券の発行による資金調達が認められるようになることである。中国の企業債券には、①国家発展改革委員会が発行を認可するプロジェクト債である企業債、②CSRCが発行を認可する上場会社や証券会社の会社債券、③上場会社に発行が認められるコマーシャルペーパーや中期手形、などがあるが、中小企業向けは、中小企業集合手形や中小企業私募債が僅かに

発行されているのにすぎないのが現状である。

CSRCが2015年1月15日付けで発表した「会社債券発行・取引管理方法」は、上記②の制限を大幅に緩和するものである。具体的には、(1)発行主体は、従来の上場会社と証券会社から、全ての会社法人に拡大(当然、全国中小企業株式譲渡システム登録会社も対象)、(2)会社債券の公開発行・非公開発行後の取引場所は、従来の上海・深圳証券取引所に、全国中小企業株式譲渡システムを加える、(3)会社債券の公開発行におけるポンサー制と発行審査制度を取り止め、手続きを簡素化する、といった規制緩和が予定されている。会社債券においても、全国中小企業株式譲渡システムの機能が重視されようとしているのである。

■ 5. 「全国中小企業株式譲渡システム」の課題

このように、全国中小企業株式譲渡システムは2014年に急拡大を遂げたが、手放しで喜ぶ訳にはいかない。同システムが中小企業の「融資難、融資貴」問題を改善する有効なツールのひとつになるには、登録会社がさらに増加すると同時に、その健全性と質を如何に確保するのか、という難題に取り組まなければならないためである。

登録会社の増加はそれほど難しくはない。2014年末の業種別登録会社は、製造業と情報・ソフトウェア・情報技術サービスの2業種

だけで1,243社と全体の79.1%を占めるなど、ややバランスを欠いている。特に、サービス産業を中心に、登録会社の増加余地は大きい。

地域別には、北京市の登録会社が362社、構成比では23.0%と最大であるが、これは全国中小企業株式譲渡システムの前身が、北京市の中関村科学技術パーク所在の企業のみを対象とする店頭市場であったことに由来する。このほか、登録会社数の上位には、江蘇省、上海市、広東省、山東省といった東部沿海地域が並ぶ。中部・西部では、湖北省など一部を除いて名目GDPの全国シェアとの比較でも登録会社数は少ない。今後は中部・西部の企業の掘り起こしが進む可能性が高い。

難題は、登録会社が急増するなかで、その健全性と質を如何にして確保していくかである。登録会社は2013年末の356社から2014年末には1,572社へ急増したが、登録会社が厳選されていた2013年末時点では売上規模は比較的大きく、業績が良好なところが多く、半数近くで新興企業ボードの上場基準をクリアしていた。一方で、高速発展期を迎えた2014年は登録のハードルが大きく下がり、「玉石混交」の「石」の割合が急増したとされる。

当局が2013年末に個人投資家の参入条件を厳格化し、保有する証券資産の条件を300万円から500万円に引き上げた(条件をクリアできる出資者以外の個人投資家は、全国でも1万人以下と見られる)のは、こうした登録会社の変化に配慮したものであろう。

全国中小企業株式譲渡システムには、会社

規模や相対的な投資リスクの高低などにより、登録会社をいくつかに分類し、株式発行、取引方法、情報公開、投資家の参入条件などで差別化を図る計画がある。しかし、個人投資家の参入条件については、リスク許容度を吟味した段階的かつ慎重な規制緩和が求められよう。

次は、スポンサー制が抱える制度的な問題である。全国中小企業株式譲渡システムの登録基準は、①2年以上存続している株式会社であること、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、という定性的なものであり、利益・資産・資本の数値基準は設けられていない。この定性的な基準を判断するのはスポンサー証券会社である。

登録会社の健全性や質の確保については、スポンサー証券会社に多くの役割と責任を負わせている。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、全国中小企業株式譲渡システム有限責任会社に登録推薦を行うなど、極めて重要な役割を担う。さらに、スポンサー証券会社は、登録後も登録会社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。登録会社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。

しかし、スポンサー証券会社が登録希望会社の調査・審査・登録推薦や登録後の監督・指導の全てを行うことは、中立的なスタンスの維持を困難にし（登録会社とスポンサー証券会社の利益を優先し、投資家の利益を軽視）、不正や虚偽報告を見逃すリスクを高めるなど、リスク管理上重大な欠陥を抱える可能性がある。多岐にわたる役割に対して十分なマンパワーが割けているかも疑問である。登録会社に大きな問題が発生すれば、投資家の信頼を失い、全国中小企業株式譲渡システムの発展機運が急速に萎む可能性がある。

さらに、当該登録会社・スポンサー証券会社と投資家間の情報の非対称性に起因する問題が先鋭化する可能性もある。遺漏・遅延なき厳格な情報開示（とりわけ重大情報等の開示）と、インサイダー取引の禁止等が徹底されなければ、投資家に過度のリスクを負わせることになる。

このように、全国中小企業株式譲渡システムは、中小企業の資金調達場として、重要な役割を担っていく可能性を秘めているが、そのリスクにも十分に留意する必要がある。高速発展期を迎えた全国中小企業株式譲渡システムが、正念場を迎えるのはこれからである。

(注1) 中国の法人企業は、大型、中型、小型、零細の四分類となっている。

(注2) 「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。

(注3) それでも市場規模と比べて株式売買代金は低位にとどまっており、流通市場としての機能強化が求められる。

