

創業板、中国の新興企業市場

小林 和子

はじめに

二〇〇九年一〇月末に深圳取引所に創業板が開
始されて一年、市場の規模は安定して拡大し、平
穩に運営が行われているようだ。上場会社の数は
二〇一一年一月二一日で一六三社に達した。創設
一年時点で創業板での取引を開始した投資者は一
六六七万に達し、うち新株申込と売買取引に実際
に参加した数は六五二万になった。さらにそのう
ち、(取引所の管理実施弁法第五条で規定されて

いる) 二年以上取引経験を持つ者は七四・六%を
占め、成熟株の主板市場や中小株市場などを含め
た全市場平均の六九・五%を上回った。持株の時
価が一〇万元以下の中小投資者は六八・五%であ
り、成熟株市場の八七・三%及び中小株市場の八
〇・一%に比べて著しく低いといえる。リスクが
高い創業板市場に投資資金を呼び込むに当たっ
て、中国政府は十二分にリスク認識を持つよう促
してきたが、その効果はとりあえずあったとみら
れる。ある程度株式取引の経験を積み、ほぼ一〇
万元以上の投資資金を創業板に注ぎ込める投資家

がそれなりに集まっているといえよう。

創業板富豪の誕生

持株の時価一〇万元以下が中小投資者とされているようだが、対極には一億元以上の持株時価を「富豪」とするリストが見られる。この間（一〇万元～一億元）の距離は著しく大きい。「富豪」まで至らぬ大投資家がここに幅広く分布する。中国社会では個人資産一〇〇〇万元（約一億二六〇〇万円）を越す「千万富豪」が一般的な富豪の定義（民間調査会社『胡潤百富』）であり、創業板の持株時価のみで億元を越す富豪は超弩級ということになる。

当初上場の二八社の株主構成は家族色が強く、父子、兄弟、夫婦などの出資が核になっているといわれた。開始後僅か一年の市場でこれほどの数

の富豪が誕生したことは、この市場の性格を端的に示しているが、その相当部分は「創業家族」になるだろう。

創業板は「創富板」ともいわれる。一〇億元級の富豪が多い大禹節水（二〇〇五年一月設立）は節水灌漑事業の材料の開発製造など、神州泰岳（二〇〇二年六月設立）はソフトウェア企業、乾照光電は太陽エネルギーが主業務である。神州泰岳は初日に価格が一〇〇元を超え、最初の「百元股」となった。現在では「百元クラブ」は（淮川技術、碧水源など）一〇銘柄を擁する。2表で一位の文劍平は碧水源（汚水処理・資源化）の法定代表人、二位の陳邦は愛你眼科の法定代表人、四位の蒲忠傑は樂普医療の大株主、九位の王忠軍は華誼兄弟伝媒（メディア）の筆頭発起人であるように、創業者の富豪化、いわば成金の系譜がここに示されている。アメリカン・ドリームならぬ

創業板、中国の新興企業市場

創業板企業で時価で億元以上保有の富豪リスト

1、28企業の億元以上保有者数				2、上位30名の富豪リスト			
会社略称	時価総額 (億元)	10億元級 の富豪数	億元以上 の富豪数	順位	姓名	保有企業 名略称	保有時価総 額(億元)
樂普医療	2273600	1	1	1	文劍平	碧水源	53.11
向日葵	1221091	1	1	2	陳邦	愛你眼科	48.6
愛你眼科	965205	1	2	3	劉振国	碧水源	39.83
康芝薬業	687900	1	1	4	蒲忠傑	樂普医療	33.78
国民技術	1417120	0	5	5	王飄楊	万邦達	32.67
東方日昇	803075	1	2	6	李力	神州泰岳	28.63
碧水源	1308300	2	6	7	王寧	東方財富	28.63
万邦達	1006720	2	7	8	潘軍	東方財富	26.81
世紀鼎利	813240	2	6	9	王忠軍	華誼兄弟	25.82
華誼兄弟	994560	1	8	10	葉濱	世紀鼎利	23.27
瑞普生物	587342.2	1	5	11	杜成城	万順股份	22.72
神州泰岳	1775288	5	5	12	易崢	同花順	20.51
上海凱宝	719502.1	1	4	13	穆来安	上海凱宝	19.67
万順股份	384864	1	4	14	顧慶偉	鼎漢技術	18.59
東方財富	685580	1	7	15	路楠	中瑞思創	15.15
順網科技	405060	1	3	16	齊強	神州泰岳	15
建新股份	430033.2	1	6	17	胡安君	万邦達	14.26
樂視網	352400	1	2	18	周慶治	南都電源	14.13
同花順	442848	1	3	19	姚小青	紅日薬業	13.73
乾照光電	924058	3	2	20	郭啓寅	寧波G Q Y	13.68
新大新財	688800	2	6	21	俞国驊	中瑞思創	13.2
中瑞思創	417410	2	0	22	李力	愛你眼科	13.05
光洛卡	338958	1	5	23	干德翔	特銳德	13.02
高新興	235569	6	1	24	黄松浪	神州泰岳	12.59
大禹節水	231098	7	1	25	金紹平	金龍機電	12.56
堅瑞消防	295120	1	2	26	陳亦力	碧水源	11.95
探路者	372788	1	4	27	梁輝	碧水源	11.95
安科生物	341258.4	1	1	28	何願平	碧水源	11.95
				29	鄭海濤	数碼視訊	11.94
				30	王国華	神州泰岳	11.91

[出所] 2010年10月29日付『中国証券報』

チャイニーニーズ・ドリームの実現の場が創業板なのだ。因みに上場規則で支配株主と実際上の支配権を持つものは株式を三年間売却できない。

投資信託（基金）は当初の高値で、あえて手を出さなかった。当初上場企業一〇社の新株購入では、社保基金は一〇%前後、QFII投資勘定、証券会社の自己勘定、宝鋼財務公司等産業の財務子会社などが相当量の参加をしたが、案に相違して保険資金の参加はゼロだった。市場の初日の買い手に機関投資家は少なく、九七%以上が中小の個人だったとされるが、個人間での売買が多かったのか。二〇一〇年八月の上場企業「半年报」では、五九社のうち四九社に機関投資家の保有があった。

創業板の誕生まで

中国はその資本市場を「多層次資本市場」という概念で把握している。

現在では五層の、以下のように高低が付けられた市場で、この概念は構成されている。

第一層次 主板市場

第二層次 中小企業板市場

第三層次 創業板市場

第四層次 株式移転代行系統

第五層次 産権取引市場

第一層の主板市場は、上海取引所に設けられたメインボードで、中国の特大型及び大型企業に資金を提供する市場である。第二層の中小企業板市場は深圳取引所に設けられ、中小型の企業を対象とする。第三層の創業板市場も同所に設けられ、

創新型・高成長型企業を対象とし、二板市場とも呼ばれる。第四層の株式移転代行系統は、二〇〇一年七月一六日に開始された国内の上場廃止企業、少数の旧STAC系統・NET系統の「歴史遺留」企業の法人株及び非上場会社の株式を移転させる市場で、三板市場とも呼ばれる。第五層の産権取引市場は、株式会社ではない各種の企業の有形資産・無形資産を取引する市場である。全国的な市場として天津、上海、北京の産権取引市場があり、その他に各省、市、地区には同様の地域的市場が成立している。すなわち、中国では流通を求める株式あるいは産権の種類、性格に応じて、現在、五層に亘る市場の階段が作られているのである。

創業板市場は第三層となっているが、これは取引所市場として設立日時が三番目であったためで、国際的にはメインボードに対する「二板市

場」、すなわち成熟企業市場に対する成長企業市場 (Growth Enterprise Market, GEM) と位置づけられている。香港証券取引所が創業板の設立に成功した一九九九年、深圳取引所は「成長板」の設立を提案したが、実現までには一〇年かかった。二〇〇〇年四月には、国際的な取引所統合の風潮とは対照的に、中国は成長企業市場の設立を打ち出し、五月に國務院は中国証券監督監理委員会 (証監会) の同意を得て「創業板市場」の名称を定めた。同年八月までに市場設立の基本的な準備が進められ、九月一五日に深圳市は主板の新株発行を停止し、創業板市場の創立に向けて動き出した。ところが、その後がなかなか進まなかった。二年に亘り実施スケジュールが描かれ、創業板上場企業予備軍に対する「教育」が行われ、二〇〇三年三月の全国人民代表大会以来毎年「創業板建設推進の提案」が出された。

創業板建設が停滞したために、別途、二〇〇三年に中小企業の直接資金調達を含む「中華人民共和国中小企業促進法」が施行され、創業板市場の一部を緊急に実施する必要に迫られた。二〇〇四年五月一七日、国務院の批准を経て、証監会は深圳取引所が中小企業板市場を設立することを正式に認めた。中小企業板市場は場所としては主板市場の中にあるが、独立して運営されている。これを契機に、創業板市場の建設も現実化し始めたが、二〇〇五年に「股權分置改革」、すなわち非流通国有株の流通株への転換が開始されたために、資本市場の基盤が大きく変化することになった。流通株式の増大を緩やかに受け入れた後、二〇〇七年八月になって国務院は改めて創業板市場を重点に置く多層次資本市場の体系建設の方案を認めた。七年近くも放置された創業板市場の建設は再び水面に浮上し、翌二〇〇八年三月二一日、

証監会は創業板規則の案を発表して広く意見を求め、二〇〇九年三月三一日に「第一回株式公開発行・創業板上場管理臨時弁法」を公布した。半年間の準備過程を経て、同年一〇月三〇日に創業板は正式運営を開始し、最初の二八社が上場した。

創業板の特色

多層次資本市場の柱は上位の三市場である。言葉で遊ぶ中国人は、主板市場は力量のある特大型・大型企業にとって「錦上添花」、すなわち立派な外見にさらに花を添えるようなもの、中小企業板市場は成熟した中・小型企業にとって「添草加料」、すなわち栄養剤かサプリメントのようなもの、そして創業板市場は创新型、成長型企业にとって「雪中送炭」、すなわち雪の中にいる者に凍死しないように暖を取る炭を送るようなもの、

などという。緊急度を示すのに、言いえて妙である。

設立後三年以上の株式会社であることは共通の上場資格である。利益条件、資産条件は創業板ではやや低く、主板（中小企業板を含む）で上場直前の株式発行前に三〇〇〇万元以上が要求される株式資本額は創業板では上場直前の発行により三〇〇〇万元になればよい。中核業務や役員・管理層の制約も創業板では低い。最大の違いは、主板では要求されない成長性及び創新能力を強く求められることで、「両高五新」すなわち高科学技術・高成長と、新経済・新エネルギー・新材料・新農業・新技術などで競争能力が高いことが謳われている。募集資金の用途についても、主板では「原則として中核業務」に用いるが、創業板では「中核業務にのみ」用いねばならない。主板ではその他何もないが、創業板では課税優遇に依存し

ないこと、適切なコーポレートガバナンス、上場時発行推薦人（証券会社）の慎重且つ専門的な判断力、発行人は株式発行説明書に支配株主の意見を署名確認させること、同じく説明書に明確にリスクを書き込むことなどが要求される。

上場時新株発行（第一回発行）と上場は一連の行動である。上場希望企業は世話役の証券会社を選び、必要な手続きを完成させて証監会に証券の公開発行を申請し、その審査に合格すれば、まずは一般の個人投資家に「上網定価発行」すなわち、幹事証券会社が証券取引所のネット上の取引システムを利用して唯一の売り方となり、投資者から指定の時間内に購入申し込みを受け付ける。これと並んで、機関投資家向けには発行量と発行最低価格を決めて申し込ませ、予約状況を見て最終発行価格を確定する方法で、割当発行を行い、「上網発行」にもこの価格を適用する。また、ネット

新規投資者でなく、現行の流通市場投資者に割当て（配售、レーション）こともある。公開発行の後、流通市場での取引が開始され、同時に発行により集められた資金は企業に渡されて、「株式の公開上場発行」は正式に完成する。創業板上場第一号の青島特鋭徳電気（銘柄コード30001）の場合、二〇〇九年六月に広発証券と協議に署名して以後、一〇月末の上場まで五ヶ月足らずと、上場までの最短記録を作った。通例は一〜二年、あるいは三年を要すると思われる。

上場を期して株式発行説明書を作成して一般に提供し、かなりの高値で相当額の新株発行を行う、このIPOこそが創業板を活用する眼目になる。上場後に株価の上昇が大きければ、前出のような「創業板富豪」が誕生する。創業者にとってIPOは企業の資金調達であると同時に、初期投資の資産価値を激増させる梃子ともなる、夢の

チャンスである。二〇一〇年二月八日、湯臣倍健生物科技がつけた一一〇元の価格は近年の最高価格であるが、同年中には一一七件の新株が発行され、総計で一〇〇〇億元以上の資金が調達された。

リーマンショック後の世界金融・資本市場が軒並み沈滞をかこったのに対して、中国は創業板市場の成功を自画自賛している。紆余曲折は予想されているが、基本的には明るい見通しを持ち、やがてここから中国の「マイクロソフト」「ヤフー」「インテル」が育つと信じられているのだ。

創業板指数

市場全体の動向を示す「指数」はそれなりに高度な思考の産物であり、伝統的な市場では「指数」が登場するまでに数十年、あるいはそれ以上

の年月がかかり、登場後も必ずしもすつと受け入れられるとは限らなかった。しかし、後発の市場では抵抗が少ない。

むしろ、全体像を早く知りたいという要求が強かったであろう、中国創業板市場ではほぼ七ヶ月で、二〇一〇年六月一日に指数が登場した。全銘柄を包含するものではなく、八月二〇日に指数構成銘柄数を一〇〇株に限定し、以後毎季修正することとした。他の指数の修正は毎半年であるが、創業板市場とその上場企業の成長速度が高いことを考慮することで、早くも二〇一一年一月には八銘柄が入れ替えられた。入るのは乾照光電、龍源技術、華仁薬業、向日葵、順網科技、長盈精密、東方日昇、瑞普生物、出されるのは新寧物流、宝德股份、康耐特、天龍集団、金利華電、海黙科技、銀之傑、智雲股份である。指数全体の構成に大きな変化は無く、情報技術関係がやはり

首位で（三八%）、医療・保健関連は多少上昇（二三%）、エネルギー・原材料・消費関係はやや低下した。

肝心の指数の上昇は、深圳取引所の他の指数より低く、「平穩」だと評されている。

一〇年八月には一〇〇〇の上台に乗ったが、九月には一〇〇〇を割った。一二月二〇日に一二三九・六〇の最高値を付けたが、以後は一〇〇〇台、一〇〇〇台と下落、一月三一日は一〇二九・一二である。

上場廃止法令

創業板関連規則は三つのグループに分けられる。一つは株式の公開発行・上場関係（「第一回株式公開発行・創業板上場管理臨時弁法」二〇〇九年、など発行主体の管理）、二つは投資者の適

切性管理（「創業板投資者適当性管理臨時規定」二〇〇九年、など投資者規制）、三つ目が高技術産業の概念規定（「国家高技術研究發展計画管理弁法」二〇〇六年など）になる。これらの規則類があつて初めて創業板は運営が開始できた。

問題は「退市」すなわち、市場からの退出規制である。主板・中小企業板に比して創業板の上場基準は緩やかだが、上場廃止基準は厳格である。

『深圳証券交易所創業板股票上市規則』によれば、「連続四年の欠損」の項目は他の市場と共通であるが、①連続二年の純資産マイナス、三年目の中期報告中純資産がなおマイナス（中小企業板と共通）、②以下の六項の条件のうち一を満たし、上場廃止リスクの警告を受けた後、第二年の年報で会計士から否定意見あるいは無法表示意見が付され、第三年も同様であつた場合…最近二年連続欠損、財務会計報告に重大な誤りあるいは虚偽記

載、同前により証監会から改正の注意を受けて未改正且つ株式の二ヶ月取引停止、最近一年の報告で純資産マイナス、ディスクロージャー書類の未提出、最近一年の財務会計報告書に会計士の否定意見あるいは無法表示意見が付された、③株式が連続一二〇取引日累計取引量で一〇〇万株以下、続く一二〇日も同様の場合、上場廃止となる。②と③の項目は中小企業板よりも厳しい。③は中小企業板では三〇〇万株以下である。ディスクロージャーの不正、赤字決算、及び市場における流動性の三点はすべての市場に共通する上場廃止の判断基準であるが、いまだ市場の規律に習熟せず、安定経営に至らず、かつ企業規模の小さい新興企業市場では、これらが強いネックになる。

因みに一時的な取引停止はしばしば行われる。第一にディスクロージャー書類報告など重大事項が実行されない場合、主板市場規定と同様の一時

間、取引が停止される。重大事項の漏出や、市場を動揺させるような伝聞が広がるなど異常な状況が出現した場合には、企業が自ら一時取引停止を申し出ることができる。長期に取引を停止している企業は、五取引日毎にその原因と対応状況を公表しなければならぬ。市場運営の効率を高め、取引停止の時間を無意味に長引かせないように、創業板では上場廃止までの時間を短縮する工夫がされている。まずは法定期限内にディスクロージャー書類を出さなかった企業に対し強く履行を督促する。次いで純資産がマイナスあるいは会計士の否定意見等が付いた企業には早期回復を促し、できれば廃止にならないようにする。

それでも廃止に至る場合には、以下の順序が踏まれる。

連続二年欠損 ↓ 連続三年欠損 ↓ 連続四年欠損
 ← 上場廃止リスク
 ← 一時取引停止
 ← 上場廃止の警告

上場廃止となった企業は、前出の多層次市場の第四位に位置する代行株式移転系統（三板）に移行することを望み、条件が合えば、自ら関係証券業者を通じて中国証券業協会にその申請を出すことになる。直接退市か「折衷」案で三板へ移行するかは検討中であるが、年明けの報道では三板移行ではない完全な退市、すなわち前掲「多層次市場」からはじき出される方式が有力なようだ。

昨年一〇月二八日報道では上半年の経営業績が前期比二〇%以上の下降となり、「准退市公司」扱いされたのは一二社に上るが、まだ上場廃止の例はない。また、上場審査で拒否された企業も一八〇社中三七社と一九・五八%に達した。理由は

ディスクロージャー状況、発行人の主体資格・独立性、成長性・競争力その他である。

創業板の今後

中国市場には至るところに見出される所謂「歴史遺留問題」は創業板市場にはない。

市場は新しく、上場企業も新興企業で、そもそも「両高五新」の枠組みが示すように対象業種自体が新しい。他国の先進市場の例を咀嚼し、導入する時間もあつた。しかし、証監会の眼からは、主板企業に比して、産品・技術の単一化により業績変動が激しく、ガバナンスの基礎が薄弱で、資本規模も小さく、経営の不確実性が大きいために、有効な監督が難しいようだ。市場開始後一ヶ月、二〇〇九年一月上旬に証監会が警告した五つの問題点は、ディスクロージャー、株価操縦、

会社利益の損害、調達資金の濫用及び盲目的拡大であった。二〇一一年新年の重要課題は直接退市制度、小額・迅速な追加的資金調達制度、合併統合による規模拡大及びストックオプション制度などである。

株主構成にも問題がある。前出のように濃厚な家族色を持ち、強力な大株主あるいは実際上の支配株主による資本の侵害・占有、インサイダー取引、空売り、市場操縦などの行為を発生させる基盤ともなる。二〇一〇年年報の内容では高級管理職の持株動向の公表も課題になっている。

原始股の解禁もまだまだ続く。市場創設以来一年経った二〇一〇年一月一日には当初上場二八社中二七社の売却制限が解禁された（宝徳股份の発行前所有株主は三年禁止）。証券会社で直接投資業務を行っているものには「引受」＋「直接投資」の利益が実現したかもしれない。原始股の解

禁一ヶ月で、花誼兄弟、機器人、中元華電、花星創業、金亜科技、銀江股份などが市場に出された。一月二七日には第二次上場株式が同様に解禁され、天龍光電、陽普医療などが売りに出された。二〇一〇年の一五億株に対して、二〇一一年には二五億株の解禁が予想される。とはいえ、今のところ、市場全体としては「勝利大逃亡」すなわち「勝ち逃げ」現象は起きていない。

創業板企業は中小企業板に比して電子情報・新材料・新エネルギー・生物医薬等の新興産業の比率がやや高く、成長性・创新能力・技術発展性も高い。二〇一一年初で科学技術類が九〇%超、戰略新興産業類が四五%に及ぶ現状から、将来の高値期待がまだ継続しているのであろう。投資家だけでなく、企業も創業板上場を夢見ている。現在の上場企業は地域的に広東、北京、浙江の三省市に集中しており、中西部の企業は上場を渴望して

いるようだ。投資家と発行者、双方のニーズを見据えて、証監会が創業板をめぐる諸環境の「市場化」、すなわち適切で有効なルールの作成と遵守の精神の醸成を急ぐのも肯ける。

（参考文献）

王鉄軍主編『中国創業板上市—実務運作与成功案例』二〇一〇年、中国金融出版社

隆武華『投資創業板—創業企業発行上市与創業板財富機會』二〇一〇年、清華大学出版社

深圳証券交易所投資者教育中心『創業板投資二八講』二〇〇九年、機械工業出版社

『中国証券報』

（こばやし かずこ・当研究所主任研究員）