

相次ぐ中国のイノベーション政策と 金融面での支援に向けた動き

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. イノベーション型経済の構築を主眼とする第13次5カ年計画（2016年～2020年）の承認を受け、2016年5月、中国共産党中央と国務院（内閣）は共同で「国家創新駆動発展戦略概要」（中国版イノベーション戦略）を公表し、10大重点分野を指定するとともに、2020年、2030年、2050年までにそれぞれ到達すべき目標を打ち出した。
2. また、中国政府は、科学技術成果の移転・製品化の促進、特定地域のモデル基地の指定や上海での実験といった関連するイノベーション政策を相次いで公表している。ロボット産業や人工知能（AI）も振興の対象に指定した。一連の政策には、イノベーションを促進するための金融面での支援策も含まれている。
3. 金融面の支援策の目玉の一つが、投資・貸付連動テストである。銀行による貸付と、銀行傘下の投資子会社によるエクイティ投資を組み合わせ、シード期、創業期、成長期にある未上場企業の資金調達を支援する仕組みである。投資子会社でのプロの人材確保や、銀行を含めた実際の体制・人材配置が鍵である。
4. 機関投資家向けの店頭取引市場としての新三板では、中小企業板や創業板での上場とは異なり、登録基準が緩やかで、中小・零細の新興企業の資金調達の間として、近年、登録企業数を大きく増加させている。但し、投資家層としてファンドの厚みはまだこれからで、今後、規制緩和による外資系ファンドの投資参加が注目される。
5. これまでのように有力な中国の新興企業による海外上場が続くことは、国内の発行市場としては機会損失で、投資家にとっても自国企業の成長の果実を得られないことを意味する。株式発行登録制度改革、上海証券取引所での「戦略的新興板」の創設、海外企業のCDR（中国預託証券）の発行等、国内の株式発行市場改革は待ったなしの状況にある。

I 全体像が見え始めた中国のイノベーション政策

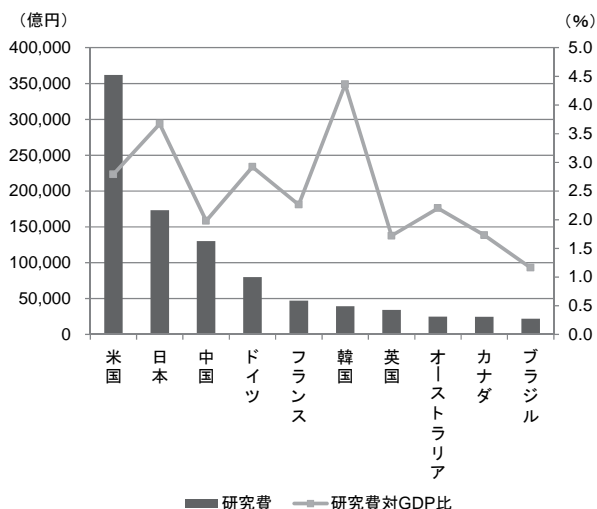
1. 中国版イノベーション戦略の公表

2016年3月の第12期全国人民代表大会（全人代、国会に相当）で2016年から2020年までの第13次5カ年計画が承認された。同計画では、イノベーションを経済成長の原動力に据えるというコンセプトを5カ年計画の中で初めて打ち出したことが特徴で、「大衆創業・万衆創新」という草の根レベルでの起業を促進しつつ、同時にイノベーションに関する制度面や資金面のボトルネックを解消しようとしている。

イノベーション型経済の構築のため、第13次5カ年計画では、研究費のGDPに対する比率を2015年の2.1%から2020年には2.5%に高める目標を設定している。しかし、この水準では、国際的に見てもまだ十分とは言えない。少し前のデータになるが、主要国の研究費トップ10のうち、2012年時点における第1位は米国の36兆1,883億円、日本は第2位の17兆3,246億円、中国は第3位の13兆176億円となっている（図表1）。これに対し、研究費の対GDP比では、研究費トップ10のうち、韓国が4.36%で第1位、次に日本の3.67%、ドイツの2.92%、米国の2.79%と続いている。新興国として健闘はしているものの、中国は1.98%に留まっている。また、中国では、2013年時点における大学への研究費の配分割合は7.5%程度と、米国や日本に比べて小さく、配分先も実用化に向けた「開発研究」の割合が研究費全体の8割を超え、「基礎研究」の割合は4.7%に過ぎない。こうした実態を踏まえ、第13次5カ年計画の承認を受け、中国政府は矢継ぎ早にイノベーション政策を打ち出し始めている。

先ず大きな枠組みとして、2016年5月19日、中国共産党中央と国務院（内閣）は共同で「国家創新駆動發展戦略概要」（中国版イノベーション戦略）を公表し、10年単位で

図表1 主要国の研究費トップ10（2012年）



(注) 原典は文部科学省『科学技術要覧』（2014年版）。

(出所) 『世界国勢図会 2015/16』より野村資本市場研究所作成

図表 2 中国版イノベーション戦略と特定地域・分野の指定

種類	名称	制定機関	制定時期	発表時期	概要
中国全体	国家创新驱动发展战略概要	党中央、国务院	-	2016年5月19日	<ul style="list-style-type: none"> 第13次5カ年計画で設定された2020年にイノベーション型国家の仲間入り。 2030年にイノベーション型国家の上位に食い込む。 2050年に世界の科学技術イノベーション大国になる。 イノベーションの10大重点分野として、①次世代IT・ネットワーク技術、②インテリジェンス型環境技術、③グリーンで高効率かつ安全性のある現代農業技術、④安全・クリーンかつ高効率なエネルギー技術、⑤資源の利用効率が高い生態環境保護技術、⑥海洋及び(宇宙)空間向け先進応用技術、⑦スマートシティ及びデジタル社会構築技術、⑧先進的で安全性・利便性のあるヘルスケア技術、⑨ビジネスモデルのイノベーションを支えるサービス技術、⑩産業革命をリードするパラダイム破壊型技術を指定。
	科学技術成果移転・製品化促進行動プラン	国务院弁公庁	2016年4月21日	2016年5月9日	<ul style="list-style-type: none"> 市場主導、政府誘導による重点分野の科学技術成果の移転・製品化に向けた26項目を制定し、中央・地方の役割分担を規定。 2015年8月29日、全人代は「科学技術成果転化促進法」を改正済(同年10月1日施行)。
特定地域	大衆創業・万众創新のモデル基地建設に関する実施意見	国务院弁公庁	2016年5月8日	2016年5月12日	<ul style="list-style-type: none"> 地方の17地区、大学4校、企業7社から構成される28のモデル基地を指定し、財政・税制による支援、人材の集積を促すもの。
	上海の全面創新改革試験の系統的推進によるグローバルに影響力を有する科学技術創新センターの建設加速プランの通知	国务院	2016年4月12日	2016年4月15日	<ul style="list-style-type: none"> 上海での科学技術のイノベーション推進に向けた全面改革総合試験を今後3年間展開。 国家發展改革委員会と科学技術部が中央で主管し、中央の各部門も支援。 上海市内で張江地区に「上海張江綜合性国家科学技術センター」を設立。
特定産業	ロボット産業發展計画(2016~2020年)	工業・情報化部、国家發展改革委員会、財政部	2016年3月21日	2016年4月27日	<ul style="list-style-type: none"> 10の重点製品と5の重点部品を列挙し、2020年までに自主ブランドの工業用ロボットの年産10万台、3社以上の国際競争力のあるリード企業を育成するといった数値目標を設定。
	インターネットプラスによる人工知能(AI)3カ年行動実施プラン	国家發展改革委員会、科学技術部、工業・情報化部、党中央インターネット安全・情報化指導小組弁公室	-	2016年5月18日	<ul style="list-style-type: none"> 2015年5月19日、国务院は「中国製造2025」(メイド・イン・チャイナ2025)を発表。 人工知能(AI)を使った新興産業の研究開発、スマート製品、スマート端末に跨る9の重点分野を列挙し、2018年までにAIに関する基礎・コア技術に対する突破口を開く。また、AI全体の技術・産業發展において、国際的な動きに歩調を合わせ、応用技術の一部では世界でリードする。 2015年7月4日、国务院は「『インターネットプラス』行動指導意見」を発表。また、同年9月5日、国务院は「ビッグデータ發展の促進に向けた行動要綱」を発表。

(出所) 国务院、国家發展改革委員会等より野村資本市場研究所作成

到達すべき姿を描いた(図表2)¹。第1段階は、第13次5カ年計画で設定された2020年で、中国はイノベーション型国家の仲間入りを果たすとしている。第2段階は2030年で、イノベーション型国家の上位に食い込むとしている。第3段階は2050年で、世界の科学技術イノベーション大国になるとしている。

また、中国版イノベーション戦略では、イノベーションの10大重点分野として、①次世代IT・ネットワーク技術、②インテリジェンス型環境技術、③グリーンで高効率かつ安全性のある現代農業技術、④安全・クリーンかつ高効率なエネルギー技術、⑤資源の利用効率が高い生態環境保護技術、⑥海洋及び(宇宙)空間向け先進応用技術、⑦スマートシティ及びデジタル社会構築技術、⑧先進的で安全性・利便性のあるヘルスケア技術、⑨ビジネスモデルのイノベーションを支えるサービス技術、⑩産業革命をリードするパラダイム破壊型技術、を指定している。奇しくも、中国がイノベーション戦略を公表した5月19日は、日本政府の産業競争力会議で名目GDP600兆円に向けた成長戦略を公表した日と同じであり、偶然にも日中で公表の日が重なったのは、両国ともに、世界的なイノベーションの競争環境の中にさらされていることの表れと言えよう。

他に、国务院常務会議(閣議)は、「第13次5カ年計画における国家科学技術創新特別計画」を2016年7月20日に承認しており²、中国版イノベーション戦略の第1段階に当たる2020年までの政策が具体化されることとなっている。

2. 前後して公表されているイノベーション政策

中国版イノベーション戦略の公表と前後して、関連するイノベーション政策も相次いで公表されている。

¹ http://www.gov.cn/zhengce/2016-05/19/content_5074812.htm

² http://www.gov.cn/premier/2016-07/20/content_5093151.htm

1) 中国全体での取り組み

先ず中国全体では、2016年5月9日、国務院弁公庁は「科学技術成果移転・製品化促進行動プラン」（移転プラン）を公表した。移転プランでは、市場主導、政府誘導の原則の下、中国版イノベーション戦略が指定する重点分野について、企業、高等教育機関、研究機関による科学技術成果の移転・製品化に向けた26項目の支援分野を制定し、同時に、中央政府の各部門や地方政府の役割分担を規定しているのが特徴である。移転プランの公表は、2015年8月29日、全人代が改正した「科学技術成果転化促進法」（同年10月1日施行）に基づくものでもある。

また、移転プランでは、数値目標として、①100の国家技術移転モデル機関を作ること、②地方で10の科学技術成果移転・製品化モデル地区を作ること、③1万人の専門的な技術移転人材を養成すること、④全国の技術契約の取引金額2万元を達成すること、を設定している。

2) 特定地域の指定

関連するイノベーション政策は、特定地域を指定して実施するものもある。

一つ目は、科学技術成果の移転を促すための起業のモデル基地の指定である。2016年5月12日、国務院弁公庁は、「大衆創業・万衆創新のモデル基地建設に関する実施意見」を公表した。同意見では、地方の17地区、大学4校、企業7社から構成される28のモデル基地を指定し、2018年までの3年間の間に、起業に対し財政・税制による支援を行い、人材の集積を促そうとしている。モデル基地のうち、代表的なものとして、地方では北京市海淀区、上海市楊浦区、大学が清華大学、上海交通大学³、企業ではハイアール（家電）、アリババグループ（ネット企業）となる⁴。

二つ目は、上海での実験である。2016年4月15日、国務院は、「上海の全面創新改革試験の系統的推進によるグローバルに影響力を有する科学技術創新センターの建設加速プランの通知」を公表した。同通知では、上海での科学技術のイノベーション推進に向けた全面改革総合試験を今後3年間展開するとしている。また、上海での全面創新改革試験は、中央政府では、国家發展改革委員会と科学技術部が主管し、中央政府の各部門も支援する体制を構築している。上海市内拠点として、張江地区に「上海張江総合性国家科学技術センター」を設立し、産学官の連携体制を構築することも特徴である。

3) 特定産業の指定

特定産業のイノベーション推進に向けた指定と振興策も出てきている。

一つ目は、ロボット産業である。2016年4月27日、工業・情報化部、国家發展改革委員会、財政部は連名で「ロボット産業發展計画（2016～2020年）」を公表した。

³ 残り2校は、南京大學、四川大學。

⁴ 残り5社は、中国電信集團公司、中国航天科工集團公司、招商局集團有限公司、中信重工機械株式有限公司、共享裝備株式有限公司で、国有企業も含まれている。

同計画では、ロボット産業における 10 の重点製品と 5 の重点部品を列举し、2020 年までに自主ブランドの工業用ロボットの年産 10 万台、3 社以上の国際競争力のあるリード企業を育成するといった数値目標を設定している。同計画は、2015 年 5 月 19 日に国務院が公表した「中国製造 2025」（メイド・イン・チャイナ 2025）の実施過程の一つとしても位置づけられている。

二つ目は、人工知能（AI）である。2016 年 5 月 18 日、国家発展改革委員会、科学技術部、工業・情報化部、党中央インターネット安全・情報化指導小組弁公室は連名で「インターネットプラスによる人工知能（AI）3 カ年行動実施プラン」を公表した。同プランでは、AI を使った新興産業の研究開発、スマート製品、スマート端末に跨る 9 の重点分野を列举し、2018 年までに AI に関する基礎・コア技術に対する突破口を開くとしている。また、AI 全体の技術・産業発展において、国際的な動きに歩調を合わせ、応用技術の一部では世界でリードするとしている。同プランは、2015 年 7 月 4 日に国務院が発表した「『インターネットプラス』行動指導意見」の実施過程の一つとしても位置づけられている。

3. 金融面での取り組み

以上の中国版イノベーション戦略と一連のイノベーション政策では、金融面での取り組みについても言及している。

1) 多様な株式発行市場の活用

中国版イノベーション戦略では、多様な資本市場を通じたイノベーションへの支援機能を開拓し、エンジェル投資やベンチャー投資を積極的に誘致している。

多様な資本市場のうち、株式発行市場では、中国の場合、第一のメインボードを「主板」（上海・深圳両証券取引所）、第二の新興市場を「創業板」（深圳証券取引所）、第三の店頭市場を「新三板」（全国中小企業株式譲渡システム、運営会社は北京）と呼んでいる。一方、メインボードの中でも、上海証券取引所の時価総額（2015 年末、15 兆 8,698 億元）のうち、金融・保険業（5 兆 3,158 億元、全体の 33.50%）と鉱業（3 兆 1,995 億元、同 20.16%）で 54%を占めている（図表 3）。両業種ともに、中国経済の成長率が段階的に鈍化していく中で、新常态（ニューノーマル）を表す典型的な業種であり、情報産業に代表されるようなイノベーションを担う業種の割合が高まっていくのが望ましく、むしろ高まっていくべきとさえ言える。

但し、メインボードの業種の入替には時間がかかることも予想されるため、当面は、深圳の創業板や、新三板を活用していくこととなろう。特に新三板は、2015 年夏の株式市場の暴落以降、発行市場が低迷している中で、発行体から注目を集めている。

図表3 中国株式市場（上海）の上場会社の業種分布（2015年末）

業種	上場会社数		時価総額(億元)	
		内訳		内訳
農林牧漁業	20	2.00%	925	0.58%
鉱業	34	3.41%	31,995	20.16%
製造業	511	51.20%	38,278	24.12%
電力・ガス・水道	48	4.81%	5,840	3.68%
建設業	28	2.81%	5,011	3.16%
交通運輸業等	57	5.71%	6,650	4.19%
情報産業	45	4.51%	2,825	1.78%
卸売・小売業	73	7.31%	3,418	2.15%
金融・保険業	31	3.11%	53,158	33.50%
不動産業	70	7.01%	5,592	3.52%
サービス業	28	2.81%	1,547	0.97%
文化	16	1.60%	1,229	0.77%
その他	37	3.71%	2,230	1.41%
合計	998	100.00%	158,698	100.00%

(出所) 上海証券取引所より野村資本市場研究所作成

2) 銀行による新たなサービスの提供

中国版イノベーション戦略では、銀行に対して新たなサービスの開発を奨励している。この点について、移転プランでは、科学技術成果の移転・製品化のために提供する金融サービスとして、銀行がエクイティ投資と貸付を組み合わせたモデルを検討することを政府は支援している。これは、投資・貸付連動テスト（中国語では「投資連動試点」）と呼ばれるものである。

3) 他のツールの活用

中国版イノベーション戦略や一連のイノベーション政策では、従来からあるツールとして、企業による社債の発行や資産証券化、株式型報酬制度の活用と課税繰延、LPに対する税制優遇（法人税）、クロスボーダーM&Aなども活用していくとしている。

また、比較的新しいツールとして、クラウドファンディングなどネット金融の活用、上海での実験では通称「四板」と言われる地方店頭公開市場（上海エクイティ寄託取引センター）の活用も盛り込まれている。

以上の金融面の取り組みのうち、銀行による具体的な政策が出たばかりの投資・貸付連動テストと、登録企業数が急増している新三板の動きを、それぞれ次節以降で整理する。

II 銀行による投資子会社の設立という投資・貸付連動テストの試み

1. 科学技術型の中小・零細企業のイノベーションを支援

2016年4月21日、中国銀行業監督管理委員会（銀監会）、科学技術部、中国人民銀行は連名で科学技術型のイノベーション企業を対象とした投資・貸付連動テストの指導意見

を公表した⁵。同テストの構想は、2016年3月の全人代の政府活動報告において、李克強総理が本年の取り組み事項の一つとして取り上げ、銀監会・尚福林主席も全人代会期中の記者会見で本年を進めることを明らかにしているものである。指導意見に基づく同テストの概要は以下の通りとなる。

1) 支援の枠組みと対象企業

「投資・貸付連動」とは、銀行による貸付と、銀行が設立する投資子会社によるエクイティ投資の組み合わせから構成される。投資子会社は、財務投資家として、シード期、創業期、成長期にある未上場の科学技術型のイノベーション企業に投資を行う。

対象企業は、地方のテスト地域にある科学技術型の中小・零細企業で、①「国家ハイテク企業証書」を取得していること、②テスト地域にあり、かつ地方政府のリスク補填（後述）の対象となっていること、③銀行の審査を通ることが条件である。上記のうち、「国家ハイテク企業」は、2016年2月4日、科学技術部、財政部、国家税務総局が連名で公布した「ハイテク企業認定管理弁法」に基づき、国家が重点的に支援しているハイテク分野で、持続的に研究開発を行い技術成果に転化し、企業の中核的かつ自主的な知的財産権を形成し、これに基づいて経営を行う中国国内（香港、マカオ、台湾を除く）で登録された企業を指す（同弁法2条）⁶。

2) ファイヤーウォールの設定

同テストでは、ファイヤーウォールの設定が条件となる。

第一に、投資子会社と銀行は、組織面でも資金面でもファイヤーウォールを設定する。銀行が対象企業に融資を行う場合は、バランスシート内の資金を原資とし、バランスシート外の理財資金、委託資金、代理資金等を充ててはならない。

第二に、投資子会社も、対象企業へのエクイティ投資は自己資本を以って充て、負債性の資金、代理資金、受託資金など自己資本以外の資金を充ててはならない。

3) 投資子会社によるエクイティ投資規制

投資子会社による対象企業へのエクイティ投資は、投資先1社当たり、自己資本の10%を超えてはならない。また、対象企業へのエクイティ投資は、その他の投資と分別して管理されなければならない。

なお、投資子会社は、契約に基づき、適時に資金の回収や経営管理からの退出を行うことができる。

4) 貸付に関する審査

銀行は、単独で対象企業への貸付に関する審査を単独で行わなければならない、また、

⁵ http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC_ReadView/D9CB8D9B69D241B1AB3AE54855BF5B55.html

⁶ http://www.most.gov.cn/tztg/201602/t20160204_123994.htm

投資子会社のエクイティ投資プロジェクトについても再審査を行わなければならない。投資・貸付連動の対象となる事業が確定して初めて、貸付を行うことができる。また、貸付に関する審査では、次の各三段階によって異なる要素を加味して審査を行う。

第一段階の貸付前の調査では、対象事業の技術的な専門性と研究開発能力、管理チームの構成と管理能力、商業モデルと市場の見通し等を加味することができる。

第二段階の貸付実行中の審査では、銀行は、単独の審査・承認基準及びその手続きを設定し、専門の管理チームを備えなければならない。

第三段階の貸出実行後の検査では、対象企業の直接検査に加え、投資子会社等を通じて情報を把握することも可能であり、対象企業の成長性及び継続的な返済能力等の評価要素を加味することができる。

5) リスクと収益の共有

投資・貸付連動テストにおいては、関係当事者がリスクと収益を共有することとなる。

先ず、リスクに関しては、銀行は対象企業向け貸付に関するリスク許容度を合理的に設定しなければならない。また、銀行及びその投資子会社は、（財政から拠出する）政府貸付リスク補償基金、保証会社、保険会社との間で、不良債権元本の保証分担制度・比率を確定しなければならない。同時に、不良債権比率は、事前に設定したリスク許容度の範囲に収めなければならない。

次に、収益に関しては、投資業務と貸付業務との間で合理的な収益共有制度を構築しなければならない。具体的には、投資子会社が負担した不良債権の損失は、投資・貸付連動業務の投資収益でカバーする。

2. テスト地域と指定銀行

1) テスト地域

指導意見によれば、投資・貸付連動テストの対象地域は、①科学技術型企業の集積、②地方政府の支援度合い、③社会からの信用度合い、④地域内の銀行の経営が健全といった条件で選定される。第一陣としては、沿海部から3地域、中西部から2地域の計5地域が指定された（図表4）。

これらのうち、北京の中関村地区⁷は、ベンチャー企業が集積し、中国のシリコンバレーとも呼ばれている地域である。また、上海の張江地区は、前述の通り、上海での科学技術のイノベーション推進に向けた産学官の連携による実験地区でもある。

⁷ 指定されたのは「北京中関村国家自主创新モデル地区」で、2009年に国務院が認定したイノベーション基地。同地区の前身は、1999年に国務院が認定した「中関村科学技術パーク（園区）」で、ハイテク産業と高度人材の育成を目的とした総合的改革試験区。

図表4 銀行の投資・貸付連動テストの対象地域・指定銀行第1弾（2016年4月）

対象地域		指定銀行	
沿海部	北京中村関国家自主创新モデル地区	政策性銀行	国家開発銀行
	天津濱海国家自主创新モデル地区	四大国有商業銀行	中国銀行
	上海張江国家自主创新モデル地区	全国性商業銀行	恒豊銀行
内陸部	武漢東湖国家自主创新モデル地区	地方商業銀行	北京銀行
	西安国家自主创新モデル地区		天津銀行
			上海銀行
			漢口銀行
			西安銀行
			民間銀行
		合弁銀行	浦発硅谷銀行

（出所）中国銀行業監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

2) 指定銀行

指導意見によれば、投資・貸付連動テストの対象銀行は、①ガバナンス、②リスク管理能力と投資業務－貸付業務間のファイヤーウォール、③人材・サービス提供能力、④投資・貸付連動戦略プラン・実施計画・管理制度の取締役会での承認等が条件で選定される。第1陣としては、政策性銀行から1行、四大国有商業銀行から1行、全国性商業銀行から1行、地方商業銀行から5行、民間銀行から1行、合弁銀行から1行の計10行が指定された（図表4）。

これらの銀行のうち、上海での動きに関する報道（2016年6月23日付証券時報）⁸によれば、上海銀行は投資子会社として「上銀投資公司」を設立する予定である。民間銀行の設立テスト5行の一つで2015年1月に自由貿易試験区で設立された上海華瑞銀行も、既に2016年初めに行内に「科創金融業務部」というフロントとバックを備えた融資部門を新設済みで、投資子会社の設立を既に申請中とのことである。上海浦東発展銀行と米 Silicon Valley Bank との合弁による浦発硅谷銀行も、短期的には投資子会社を設立しないものの、エクイティ投資証券（あるいは類似証券）の取得を想定しているようである。

他に、国家開発銀行は、2016年6月17日に対象地域の湖北省武漢市で投資・貸付連動テストの研究会を開催し、2009年に設立済の子会社の国開金融（CDB Capital）とともに具体的な実施案を策定中であるとしている⁹。

3. 中小・零細企業向け貸付の難しさ

1) 中小・零細企業向け貸付の動向

科学技術型に限らず、中国での中小・零細企業向け貸付の促進は、古くて新しい課題である。ここで、中小・零細企業向け貸付の状況を見てみる。

先ず、企業の規模別の定義については、工業・情報化部が国家統計局、国家發展改

⁸ <http://www.stcn.com/2016/0623/12766078.shtml>

⁹ http://www.cdb.com.cn/xwzx/khdt/201606/t20160617_3438.html

図表 5 企業（工業分野）の規模別定義と現況（2014年及び同年末）

企業規模	大型企業		中型企業		小型企業		零細企業		全体
基準	従業員数		300人～1000人		20人～300人		20人以下		
	売上高		2000万円～4億円		300万円～2000万円		300万円以下		
項目	数値	(内訳)	数値	(内訳)	数値	(内訳)	数値	(内訳)	数値
企業数(社)	9,893	2.6%	55,408	14.7%	312,587	82.7%			377,888
総資産(億円)	450,367	47.1%	229,070	23.9%	277,340	29.0%			956,777
中核業務収入(億円)	436,746	39.5%	268,281	24.2%	402,005	36.3%			1,107,033
総利益(億円)	26,351	38.7%	17,802	26.1%	24,002	35.2%			68,155
(参考)全業種向け 国内貸付残高(億円)	188,606	36.2%	183,018	35.1%	135,267	25.9%	14,732	2.8%	521,624

(注) 企業規模別の国内貸付残高は、工業分野を含む全業種向けの数値。

(出所) 国家統計局、『中国統計年鑑 2015』、CEICより野村資本市場研究所作成

革委員会、財政部とともに2011年6月18日に公布した「中小企業分類基準規定」と、同規定に基づき国家統計局が2011年9月11日に公布した「統計上の大・中・小・零細企業の区分弁法」とがある。これらの企業区分では、従業員数や売上高に基づいて規模を設定している。2014年末の工業分野の企業数では、大型企業が9,893社（全体の2.6%）、中型企業が5万5,408社（同14.7%）、小型企業が31万2,587社（同82.7%）となっている（図表5）。

次に、規模別の企業向け貸出残高を見ると、2014年末の（工業分野を含む）全業種向け国内貸出残高のうち、大型企業向けが18兆8,606億円（全体の36.2%）、中型企業向けが18兆3,018億円（同35.1%）、小型企業向けが13兆5,267億円（同25.9%）、零細企業向けが1兆4,732億円（同2.8%）となっている。

工業分野に関する零細企業の企業統計は開示されていないものの、企業数で全体の8割以上を占める小型企業を例にとれば、雇用の裾野を支える意味でも、小型・零細企業の資金調達を支援することの重要性はあらためて指摘するまでもない。

2) 投資・貸付連動テストで成功事例を作れるか

通常、中小・零細企業向け貸付は、事業の成長性が見込まれるとしても、借り手に十分な担保もなく、創業者からの人的保証徴求にも限界があることから、通常でも与信判断が難しい。ましてや科学技術型の中小・零細企業の場合、企業や事業の初期段階では、銀行が運転資金を貸し出すことさえも難しい場合もある。投資・貸付連動テストは、企業や事業の初期段階のみならず、成長段階に相応しいリスクマネーを銀行の投資子会社を通じて供給するユニークな試みではある。これは、商業銀行法43条に定める①銀行による証券業務への参入禁止（銀証分離）及び②銀行による非銀行金融機関・企業への投資禁止という規定の特例として実験を行うものと理解される。

一方、投資子会社による科学技術型の中小・零細企業へのエクイティ投資の成否は、まずは相応しいプロの人材をどのように集め、どのように活用できるかによろう。指導意見では、銀行であれ投資子会社に対してであれ、科学技術に関する知識を備えること、また科学技術と金融に関するリテラシーを備えたマネジメントチームを速やか

に組成することを求めている。他に指導意見では、銀行サイドに対し、対象企業の特長に鑑み、人事面での評価期間を長めに設定するよう求めている。銀行本体と投資子会社の給与・報酬体系をどのように構築するかも鍵であろう。

また、既に確立された技術やビジネスモデルに基づく資金調達の仲介に適した銀行業務と、不確実性の中でリスクマネー供給の仲介に適した証券業務とでは、自ずと業務の文化が異なる。特に、投資・貸付連動テストでは、貸付業務は銀行のバランスシートを使って行い、投資業務のバランスシートも、最終的に親会社の銀行グループ全体で管理することとなっている。銀行と投資子会社との間でファイヤーウォールを設定しつつも、同一グループ内で一つの企業を支援していく際の実際の体制・人材配置が、銀行によって異なるかもしれないが、実務上では重要になってくると思われる。

貸付・投資連動テストに指定された北京銀行の科学技術型の小型・零細企業向け貸付残高は 2015 年末で 753 億元と、前年比で 43 億元増加している¹⁰。シード期、創業期の企業に対しては、資金需要の規模から大きく貸出残高を伸ばすことは考えにくく、貸付・投資連動テストも時間の要する取り組みとなろう。今後、対象地域や指定銀行で今後どのように成功事例を作れるのかが注目される。

III イノベーションの受け皿として期待される新三板での資金調達

1. 新三板登録企業の急増

投資・貸付連動テストの下での投資子会社の投資候補先として考えられるが、近年、新三板への登録企業が急増している（図表 6）。新三板登録企業の急増には、新三板市場の発展の経緯と、メインボードに比べて緩和された登録要件が背景にある。

2. 新三板市場の発展の経緯

1) 当初は地方店頭市場として始動

新三板の正式名称は「全国中小企業株式譲渡システム」（National Equities Exchange and Quotations、NEEQ）と呼ばれ、運営会社としての「全国中小企業株式譲渡システム有限公司」が 2012 年 9 月に設立されている¹¹。

新三板の前身は、証券会社が上場廃止株を取引するための店頭取引市場として中国証券業協会によって構築された「株式譲渡代行システム」にまで遡る。その後、2006 年 1 月に、前述の通りベンチャー企業が集まる北京市の中関村科学技術パーク（園区）の未上場株式の株価提示・譲渡のテストが始まった。この時に、元々あった上記代行

¹⁰ http://epaper.stcn.com/paper/zqsb/html/2016-06/03/content_833226.htm

¹¹ 登録資本金は 30 億元。上海証券取引所、深圳証券取引所、中国証券登記決済有限責任公司、上海先物取引所、中国金融先物取引所、鄭州商品取引所、大連商品取引所を法人株主として設立されている。

図表 6 新三板の市場動向

年	登録企業数 (社)	発行済株式数 (億株)	時価総額 (億元)	増資			譲渡				主要イベント
				発行回数 (回)	発行株数 (億株)	資金調達額 (億元)	売買高 (億株)	売買代金 (億元)	売買回転率 (%)	PER (倍)	
2006	10	5.47	-	-	-	-	0.16	0.83	-	-	北京の中関村で始動
2007	24	11.79	-	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	-	-	試行弁法が施行
2010	74	27.04	-	8	0.69	3.58	0.70	4.19	-	-	
2011	97	32.57	-	10	0.80	6.48	0.96	5.62	5.57	-	
2012	200	55.27	336.10	24	1.93	8.59	1.15	5.84	4.47	20.69	上海、天津、武漢に地域を拡大
2013	356	97.17	553.06	60	2.92	10.02	2.02	8.14	4.47	21.44	国務院、対象企業拡大等を決定
2014	1,572	658.35	4,591.42	329	26.52	132.09	22.82	130.36	19.67	35.27	マーケットメイク制度始動
2015	5,129	2,959.51	24,584.42	2,565	230.79	1,216.17	278.91	1,910.62	53.88	47.23	新三板固有の株価指数の設定
2016	7,685	4,634.93	31,081.90	1,558	112.79	652.69	169.72	873.98	-	-	「創新ボード」を設定

(注) 2016年は6月末時点または1~6月合計の数字。

(出所) 全国中小企業株式譲渡システム、Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

システムを「旧三板」と呼び、新しいテストの下で譲渡される未上場株の取引市場を「新三板」と呼んで、区別することとなった。2006 年末時点の新三板の登録企業は 10 社に過ぎなかった。

その後、中関村での未上場株の取引ルールの改訂版として、2009 年 7 月に「中関村株価提示・譲渡試行弁法」が施行され、未上場株の全国的なルールとして、中国证券监督管理委员会（証監会）から 2012 年 9 月に「未上場公開会社監督管理弁法」が公布された。同弁法の公布を受け、同年 8 月、北京の中関村に加え、上海の張江、天津の濱海、武漢の東湖の各科学技術パークに拡大した。この結果、2012 年末時点の新三板登録企業数は 200 社となった。

2) 全国的な店頭市場に転換

2012 年 9 月に設立された全国中小企業株式譲渡システム有限公司は、2013 年 1 月から運営を始め、並行して同年 2 月に「全国中小企業株式譲渡システム有限責任公司管理暫行弁法」及び「全国中小企業株式譲渡システム業務規則（試行）」が公布された。

続いて、同年 12 月には、「国務院の全国中小企業株式譲渡システムに関する問題の決定」が通知され¹²、新三板が地方店頭市場から脱皮するきっかけとなった。同通知では、第一に、新三板を創新（イノベーション）型、創業型、成長型の中小・零細企業¹³の発展にサービスする市場と位置付け、株式の公開・譲渡、エクイティファイナンス、デットファイナンス、資産再編等を行えるとした。第二に、前述の四地域の科学技術パーク以外でも、条件を満たした企業は新三板への登録を可能とし、全国的な店頭市場として位置付けられた。第三に、登録時や増資後の株主が 200 名を超えない場合は、証監会への登録や増資の認可は不要とした¹⁴。第四に、適格投資家制度を

¹² http://www.gov.cn/zwgc/2013-12/14/content_2547699.htm

¹³ 従来はハイテク企業のみに登録対象が限定されていた。

¹⁴ 「証券法」10 条では、公開発行の基準を、①不特定の対象に証券を発行する場合、②特定の対象に証券を発行し、対象の累計が 200 名を超える場合、と規定している。

整備し、個人投資家の参入条件を厳格にするとともに、証券会社、保険会社、企業年金基金、証券投資基金、PE ファンド、VC ファンド、適格外国機関投資家（QFII）といった機関投資家中心の市場として育成するとした。2013 年末時点の新三板登録企業数は、356 社となった。

3) 魅力ある市場にするための制度改革が継続

2014 年に入ると、新三板での流動性を高めるため、8 月からマーケットメイク制度が導入され、第 1 陣として 43 社が選定された。新三板の売買回転率は、2013 年の 4.47% から、2014 年には 19.67%、2015 年には 53.88% と大きく改善した。流動性の確保は、未上場企業にとって新三板で登録する魅力を高めることにもつながり、2014 年末時点の新三板登録企業数は 1,572 社と、前年比で 4.4 倍となった。

2015 年には、投資家にとっての利便性を高めるため、新三板固有の株価指数が公表された。具体的には、①332 銘柄から構成される「三板構成指数」（中国語は「三板成指」）と②マーケットメイク対象の 105 銘柄から構成される「三板マーケットメイク指数」（中国語は「三板做市」）の 2 つである。2015 年は 6 月以降発生した株式市場の暴落により、2015 年 8 月以降、新規株式公開（IPO）が一時停止される中で、IPO 予備軍とも言える新三板への登録企業が一気に増加する形となった。2015 年末時点の新三板登録企業数は 5,129 社と、前年比で 3.3 倍となった。

2016 年には、内部ボードの設定に向けた検討作業が本格化し、6 月 18 日に「創新ボード」の登録企業 920 社が発表された。当該 920 社のうち、業界別では情報技術、機械設備、文化・マスメディアが多く、地域別では北京市、広東省、上海市所在の登録企業がトップ 3 となっている。同年 7 月 13 日時点の新三板登録企業 7,759 社のうち、創新ボード登録企業数は 953 社（全体の 12.3%）、残り 6,806 社は「基礎ボード」に登録されている。

3. 新三板への登録基準

1) 登録基準は創業板（新興市場）と比べても緩やか

新三板では、運営会社が審査を行い、中国証券業協会に届出を行うのみで登録することができる。また、2004 年 6 月に開設された深圳証券取引所の中小企業板（東証二部に相当）、2009 年 10 月に同じく深圳証券取引所に開設された創業板（新興市場、マザーズに相当）と比べても、緩やかな登録基準となっている（図表 7）。

第一に、経営年数では、中小企業板・創業板ともにメインボードと同様に会社設立後、3 年間となっているのに対し、新三板は会社設立後、2 年間となっている。

第二に、新三板では、中小企業板、創業板のように純利益、資産、株主資本に関する定量的な要件が設定されておらず、持続的経営能力を有することを以って、登録条件としている。

図表 7 各市場の登録・上場条件

	新三板	中小企業板	創業板
経営年数	・会社設立後、2年間。	・会社設立後、3年間。	・会社設立後、3年間。
主要業務	・業務が明確で持続経営能力を有すること。	・直近3年間に於いて、重大な変化がないこと。	・直近2年間に於いて、重大な変化がないこと。
経営能力	・持続的経営能力を有すること。	・直近3年間の純利益が黒字で累計3,000万元超。 ・直近3年間の営業キャッシュフローが累計5,000万元超、または累計営業収入が3億元超。	・直近2年間の純利益が黒字で累計1,000万元以上で、かつ持続的に増加。 ・または、直近1年間の純利益が黒字で、直近1年間の営業収入が5,000万元以上。
資産	・制限無し。	・直近年度末の無形資産(土地使用権や水域養殖権、鉱物採掘権を除く)の純資産に占める割合が20%を超えず、かつ補填されていない損失がないこと。	・直近年度末の純資産が2,000万元以上であり、かつ補填されていない損失がないこと。
株主資本	・制限無し。	・発行前の株式資本総額は3,000万元を下回らないこと。	・発行後の株式資本総額が3,000万元を下回らないこと。
ガバナンス	・会社の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。	・直近3年間に取締役、高級管理職の重大な変更がなく、実質的支配者に変更がないこと。	・直近2年間に取締役、高級管理職の重大な変更がなく、実質的支配者に変更がないこと。

(出所) 中国証券監督管理委員会、全国中小企業株式譲渡システムより野村資本市場研究所作成

第三に、ガバナンスでは、中小・零細企業や新興企業の特性に配慮し、中小企業板、創業板と比べ、簡素化された規定となっている。

2) 新三板での資金調達方法

新三板では、株式会社化された企業が、原則、純資産1元当たり1株を発行するが、登録後は時価で売買される。2015年末時点の登録企業5,129社のうち、発行済株式数は2,960億株、時価総額は2兆4,584億元となっている。

また、新三板では、増資と譲渡による資金調達が可能である。前者の増資の動向を見ると、2015年の場合、発行回数は2,565回、発行株数は231億株、資金調達金額は1,216億元となっている。同様に後者の譲渡の動向を見ると、売買高は279億株、売買金額は1,911億元となっている。

なお、新三板での株式売買方法には、①協議譲渡方式、②マーケットメイク方式、③オークション方式¹⁵がある。2016年7月13時点の登録企業7,759社のうち、協議譲渡方式対象企業は6,168社、マーケットメイク方式対象企業は1,591社となっている。

4. イノベーションとの関係

1) 新三板登録企業の業種の特徴

イノベーションとの関係では、新三板登録企業にメインボードには見られない新しい業態の企業を取り込んでいるかが重要である。新しい業態の企業の代表例として、「情報産業」に注目してみる。同産業には、インターネットを使った技術革新や新たな

¹⁵ 但し、オークション方式は、実際にはまだ導入されていない。

図表 8 中国株式市場（新三板）の登録企業の業種分布（2015 年末）

業種	上場会社数		時価総額(億元)	
		内訳		内訳
農林牧漁業	119	2.32%	522	3.41%
鉱業	24	0.47%	78	0.51%
製造業	2,744	53.50%	5,903	38.52%
電力・ガス・水道	33	0.64%	95	0.62%
建設業	157	3.06%	445	2.90%
卸売・小売業	169	3.29%	421	2.75%
交通運輸業等	59	1.15%	192	1.25%
ホテル・レストラン	11	0.21%	9	0.06%
情報産業	1,015	19.79%	2,577	16.82%
金融業	105	2.05%	3,246	21.18%
不動産業	26	0.51%	19	0.12%
リース・ビジネスサービス	210	4.09%	523	3.41%
科学研究・技術サービス	219	4.27%	469	3.06%
水利・環境・公共施設管理	78	1.52%	246	1.60%
教育	19	0.37%	107	0.70%
保健・社会保障・社会福祉	24	0.47%	41	0.26%
文化・スポーツ・娯楽	104	2.03%	421	2.75%
個人向けサービス・その他サービス	13	0.25%	11	0.07%
合計	5,129	100.00%	15,324	100.00%

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

なビジネスモデルを開発している会社も含まれると思われるからである。

2015 年末時点の新三板の登録企業 5,129 社のうち、第 1 位は製造業で 2,744 社（新三板全体の 53.50%）となっている一方、第 2 位は情報産業の 1,015 社（同 19.79%）となっている（図表 8）。これに対し、2015 年末時点の上海で上場している情報産業は 45 社（上海全体の 4.51%、前掲図表 3）、深圳・中小企業板では 36 社（中小企業板全体の 4.64%）、深圳・創業板では 84 社（創業板全体の 17.07%）であり、他のボードに比較して、新三板が、数でも内訳でも、より多くの情報産業を取り込んでいく様子が分かる。

同様に新三板の時価総額 1 兆 5,324 億元のうち、第 1 位は製造業で 5,903 億元（新三板全体の 38.52%）、第 2 位は金融業で 3,246 億元（同 21.18%）、第 3 位は情報産業で 2,577 億元（同 16.82%）という順番になっている。これに対し、2015 年末時点の他の市場での情報産業の時価総額を見ると、上海では 2,825 億元（上海全体の 1.78%、前掲図表 3）、深圳・中小企業板では 7,147 億元（中小企業板全体の 6.88%）、深圳・創業板では 1 兆 4,352 億元（創業板全体の 25.67%）という規模感となっている。情報産業は、新三板で上海の時価総額に匹敵する規模になりつつあるものの、創業板の規模とその内訳は圧倒的である。2015 年 3 月、証監会・肖鋼主席（当時）は、新三板から創業板への指定替え制度の整備を表明しており、今後の制度設計が注目される。

2) 情報産業の登録・上場に向けた候補会社数

2015 年末時点で、上海、深圳（中小企業板、創業板）、新三板に上場・登録して

いる情報産業の会社数は 1,180 社となるが、この数は、業界全体のほんの一部にしか過ぎない。

中国の国家統計局が 2014 年 12 月 16 日に発表した第 3 回全国経済センサスでは、第 2 次産業のみならず、第 3 次産業を含む企業活動が捕捉されている。2013 年末時点における、第 2 次・第 3 次産業を対象にした情報通信・ソフト・IT サービス業は 22.2 万社となっている¹⁶。また、同様に、小型・零細企業に分類される情報通信業は 3.4 万社、ソフト・IT サービス業は 17.9 万社、計 21.3 万社となっている。そのうち、残り 9,000 社が大型・中型企業に分類されることとなるが、この中でも上場・登録しているのは上記 1,180 社と、業界全体の 13%強に過ぎない。このため、上場への登竜門とも言える新三板への登録候補会社の潜在力は高いものの、新三板では財務に関する定量的な登録基準が設けられていない以上、登録企業の調査・発掘に向けたスポンサー証券会社の役割は重要である¹⁷。

なお、第 3 回全国経済センサスでは、第 2 次・第 3 次産業を対象とした戦略的新興産業の企業活動も捕捉しており、2013 年末時点で 16.6 万社（企業全体の 2%）のうち省エネルギー・環境保護が 7.1 万社（同 0.9%）、新素材が 4.7 万社（同 0.6%）を占めている¹⁸。

3) リスクマネー供給の実態

メインボードであれ新三板であれ、また情報産業であれ戦略的新興産業であれ、リスクマネーの供給がシード期、創業期、成長期をそれぞれのステージで支えていくことが重要である。前述の通り、中国版イノベーション戦略では、新三板も含めエンジェル投資やベンチャー投資を積極的に誘致するとしている。

この点に関し、新三板で利用可能なデータを抽出し、増資に関する機関投資家の属性別に見た投資金額を見てみると、2015 年の第三者割当時の株式購入金額 815 億元のうち、一般法人が 625 億元（全体の 76.6%）となっており、取引先に割り当てる方法が主流となっている（図表 9）。これに対し、リスクマネーの代表的な供給元であるファンドの動向を見てみると、私募ファンドが 30 億元（全体の 3.7%）、証券会社・集合理財商品（証券会社が適格投資家向けに組成・販売する私募ファンド）が 8.6 億元（同 1.1%）、基金管理会社（投信会社）が 2.8 億元（同 0.3%）と、第三者割増資の 5%程度に過ぎない。

ファンドの活用のうち、外資（独資・合弁会社）による中国国内での私募証券基金管理業務について、2016 年 6 月 30 日、証監会の張曉軍スポークスマンは、①国内で

¹⁶ http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201412/t20141216_653709.html

¹⁷ 2015 年の新三板での新規登録企業に関するスポンサー業務では、申万宏源証券が第 1 位で 254 社、第 2 位が中泰証券の 155 社、第 3 位が安信証券の 152 社と続いている。

¹⁸ 2013 年に国家発展改革委員会が公表した戦略的新興産業の目録では①省エネルギー・環境保護、②次世代 IT、③バイオ、④ハイエンド装備設備、⑤新エネルギー、⑥新素材、⑦新エネルギー自動車の計 7 業種が指定されている。

図表9 新三板・第三者割当増資時の機関投資家の株式購入金額（2015年）

(万元)		
機関投資家	株式購入金額	内訳
一般法人	6,247,616	76.643%
証券会社	1,223,356	15.008%
私募ファンド	298,776	3.665%
上場会社(非金融機関)	243,353	2.985%
証券会社・集合理財商品	85,679	1.051%
基金管理会社	27,566	0.338%
信託会社	14,300	0.175%
保険会社	10,508	0.129%
財務公司	400	0.005%
銀行	0	0.000%
合計	8,151,555	100.000%

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

の管理機関の設立、②国内での非公開の資金募集及び国内資本市場への投資、③国内の適格投資家に対する資産管理サービス提供等を条件に容認していく方針を示した¹⁹。外資であれ内資であれ、私募証券基金管理業務については、ファンド業界の自主規制機関である中国証券投資基金業協会が登録の申請受付窓口となることから、証監会の発表の同日に、外資による申請手順をサイト上で公開している²⁰。これは、同年6月6日・7日の2日間、北京で開催された米中戦略・経済対話での経済分野での中国政府の公約²¹を踏まえたもので、対象となる外資は米国籍に限られるものではないが、中小・零細の新興企業へのリスクマネーの供給元の多様化として注目される。また、今後、証監会としては、前述の創新ボードの設定を機に、私募基金の管理機関に対し、新三板でのマーケットメイク業務を容認する方針であり²²、新三板市場の流動性を高める同業務でも、外資の参画が期待される。

IV 待ったなしの国内の株式発行市場改革

以上の通り、中国版イノベーション戦略を支えようとする中小・零細の新興企業の資金調達支援に向けた取り組みとして、投資・貸付連動テストや新三板の市場動向を見てきたが、世界的にも有名になりつつある中国の新興企業の海外上場の動きが顕在化していることも話題を呼んでいる。それは、全国400都市で1,400万台以上のタクシーと契約している国内配車アプリで最大手の「滴滴出行」（ディディチューション）である。

中国では、早朝や夜間、週末、雨天時に流しのタクシーがつかまりにくく、この消費者ニーズを取り込むために、近年、滴滴を始めとする配車アプリが急速に勃興し、激しい競

¹⁹ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201606/t20160630_300033.html

²⁰ <http://www.amac.org.cn/xhdt/zxd/390744.shtml>

²¹ 中国政府は、外資による私募ファンド管理業務への参入について、①適格な外資の独資・合弁会社が私募ファンド管理機関となることを歓迎し、セカンダリー市場での証券取引を含む私募ファンド管理業務を規定に従いスタートさせる、②外資の同業務に対する管理監督及び資格基準を公表する計画である、ことを公約した。

²² http://epaper.stcn.com/paper/zqsb/html/2016-05/28/content_831351.htm

争を繰り広げている。滴滴は配車サービスを通じて地図と連動した膨大な走行データを有しており、このデータに着目したのが米アップルである。2016年5月12日、アップルが滴滴に10億ドルの出資を行うことが判明したが、アップルの狙いは、「中国版ウーバー」とも言える滴滴が有する走行データを自動走行の制御技術の開発に利用するためと見られている。自動走行は、中国だけでなく、日米欧各国の政府や企業が取り組む次世代技術としても注目されている。

今後、滴滴には成長資金の調達ニーズが発生するものと思われるが²³、中国国内の報道は、滴滴が2017年にも米国（ニューヨーク）での上場を目指していることを伝えている²⁴。中国の新興企業の上場先に海外市場が選ばれるのは、これまでもアリババやテンセントといったネット企業の例があり、珍しいことではない。しかしながら、中国企業の海外上場は、中国国内の株式市場の発展の機会を逃し、資本移動、特に対外証券投資に対して厳しい規制がある中で、国内投資家が自国企業の成長の果実（配当）を受け取れないことも意味する。

国内の株式発行市場については、中国政府も、2016年3月から2年間かけて株式発行登録制度を実験し、従来の証監会による発行審査・認可制度を転換しようとしているが、新制度の詳細はまだ出ていない。新たな新興市場としては、上海証券取引所に「戦略的新興板」を創設する計画もあるが、既存の深圳証券取引所の創業板との違いや役割分担の検討状況は公開されておらず、実施時期も未定である。2016年6月21日、中国人民銀行は、2015年の年度報告の中で、人民元建て資本取引自由化の一環として、将来的に海外優良企業による中国国内での株式発行を認可する方針を示し、かつ中央銀行として海外企業のCDR（中国預託証券）の発行可能性を初めて提案した。後者では既に海外で上場している中国企業が念頭にあるものと思われるが、為替取引や決済方法など技術的な検討も必要になってこよう。株式発行市場の制度面での整備や改革は、リスクマネーの供給と車の両輪として同期を取って進めて行くことが重要である。また、今後、投資・貸付連動テストの結果、新三板での登録やメインボードでの上場を目指す企業が出てくることも予想される。中国経済全体のイノベーションの推進に向け、銀行分野であれ、証券分野であれ、金融面の改革の全体像と工程表、優先順位を再度確認すべき時期に来ているように思われる。

²³ 2016年6月16日、滴滴は、新規ではアップルに加え、中国人寿、アリババ系の螞蟻金融服務集団、既存の投資家であるテンセント、アリババ、招商銀行、ソフトバンクも参加し、合計45億ドルのエクイティを調達したと発表した。また、招商銀行をコーディネーターに25億ドルのシンジケートローンも組成している（2016年6月17日付中国証券報）。

²⁴ http://usa.chinadaily.com.cn/epaper/2016-05/17/content_25321660.htm