

中国におけるイノベーション型企業向け上場制度改革

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 世界各国で、政府・企業ともに、イノベーションを促進する政策やビジネスへの取り組みが強化されている中、中国では、バイドウ（Baidu）、アリババ（Alibaba）やテンセント（Tencent）（以上3社をBATと呼ぶ）に代表されるイノベーション型企業が台頭している。未上場で評価額10億ドル以上の「ユニコーン企業」も中国から多数生まれている。
2. 中国のイノベーション型企業には、世界に先行して普及した非現金決済と組み合わせ、消費者に利便性の高いサービスを、モバイル上で、ワンストップで提供する業態が多いことが特徴である。シェアリングエコノミーも独自の発展を見せており、中国政府も振興と業界秩序の両面から政策を整備中である。
3. 今後、イノベーション型企業が更に成長するためには、リスクマネーの供給が不可欠である。その際、BATのように海外上場ではなく、同企業の中国国内での上場を促すためには、上場条件の一部緩和などが求められる。このため、中国政府は、海外上場のイノベーション型企業の中国預託証券（CDR）の発行を含む上場制度改革を行った。
4. CDRの発行は、中国国内の投資家に対し、事業は中国国内ながらも、海外に上場しているイノベーション型企業への投資機会を提供するものである。今後、海外上場の中国企業によるCDR発行や、海外未上場の中国企業の国内への上場誘致の動向が注目される。

I イノベーション型企業の台頭

1. イノベーションを促進するBAT

現在、世界各国で、政府・企業ともに、イノベーションを促進する政策やビジネスへの取り組みが強化されている。近年、インターネット技術が大きく進化していく中で、世界中の生産や消費の現場を抜本的に作り変えるような動きが相次いでおり、先進国や途上国といった経済の発展段階の区別なく、「新産業革命」と呼ぶべきイノベーションが発生している。

例えば、中国では、アリババ (Alibaba) やテンセント (Tencent) といったネット企業が提供するモバイルアプリを使った非現金決済がすでに普及しており、人々は現金を持ち歩かなくても、生活のあらゆるシーンで支払いが済むようになってきている。また、モバイル決済を前提に、中国では、自転車のシェアリングサービス (シェア自転車) が普及しており、所有から利用へというシェアリングエコノミー (後述) を牽引している。他の交通分野では、中国では、検索エンジンを提供するバイドゥ (Baidu) が、人工知能 (AI) を使って自動運転車を制御するソフトの技術情報を公開し、世界の大手企業が参加する自動運転の開発連合である「アポロ計画」を始動させ、異業種として自動車業界にも進出している。中国で、世界に先駆けてイノベーションを推進しているこれらの三つの企業は、それぞれ社名の頭文字を取って BAT とも呼ばれているが、三社とも中国本土ではなく、香港など海外市場で上場していることが特徴である。

2. ユニコーン企業の台頭

BAT 以外にも、中国には、多くのイノベーション型の企業が台頭しており、彼らは時に「ユニコーン企業」と呼ばれている。ユニコーン企業とは、評価額が 10 億ドル以上の未上場のスタートアップ企業を指す。この言葉は、成功したベンチャー企業の統計上の希少性を表すために、神話的な動物のユニコーン (一角獣) が使われている。

米国の調査会社である CB Insights は、世界的なユニコーン企業を定期的に公表している。2018 年 5 月 31 日時点の CB Insights が出した情報によれば、世界的なユニコーン企業 239 社のうち、最も多いのは米国の 116 社 (全体の 48.5%)、次の中国の 68 社 (同 28.5%) となっている。また、ユニコーン企業の世界ランキングトップ 10 のうち、中国企業は 5 社がランクインし、第 2 位に配車アプリの滴滴出行 (Didi Chuxing)、第 3 位に新興通信機器メーカーの小米 (Xiaomi)、第 4 位に宅配サービスの美团点评 (China Internet Plus Holding)、第 7 位にニュース配信企業の头条 (Toutiao)、第 10 位に FinTech 企業の陸金所 (Lu.com) が入っている¹ (図表 1)。

図表 1 ユニコーン企業の世界ランキングトップ 10 の顔ぶれ

順位	社名	国名	評価額(億ドル)	企業データ登録日	業種
1	Uber	米国	680	2013年8月23日	On-Demand
2	滴滴出行 (Didi Chuxing)	中国	560	2014年12月31日	On-Demand
3	小米 (Xiaomi)	中国	460	2011年12月21日	Hardware
4	美团点评 (China Internet Plus Holding (Meituan Dianping))	中国	300	2015年12月22日	eCommerce/Marketplace
5	Airbnb	米国	293	2011年7月26日	eCommerce/Marketplace
6	SpaceX	米国	215	2012年12月1日	Other Transportation
7	Palantir Technologies	米国	200	2011年5月5日	Big Data
7	WeWork	米国	200	2014年2月3日	Facilities
7	头条 (Toutiao)	中国	200	2017年4月7日	Digital Media
10	陸金所 (Lu.com)	中国	185	2014年12月26日	Fintech

(注) 2018 年 5 月 31 日時点の情報。

(出所) CB Insights より野村資本市場研究所作成

¹ 陸金所については、宋良也「多様化する中国の公募ファンド販売チャンネルと独立基金販売会社」『野村資本市場クォーターリー』2018 年冬号を参照。

Ⅱ イノベーション型企業を中心業態としてのシェアリングエコノミー

1. 注目されるシェアリングエコノミー

台頭する中国のイノベーション型企業には、インターネット技術を使って、先行して普及した非現金決済と組み合わせて、消費者に利便性の高いサービスを、モバイル上で、ワンストップで提供する業態が多いことが特徴である²。例えば、前掲図表 1 のユニコーン企業のうち、第 2 位の滴滴出行はモバイル上でタクシーやハイヤーの配車サービスを提供する企業であり、第 4 位の美团点评はやはりモバイル上で宅配サービスを提供する企業である。CB Insights は、前者の業種を需要に即してサービスが受けられる「On-Demand」に分類し、後者を電子商取引を使ったサービスとして「eCommerce/Marketplace」に分類している。これらの業界は、シェアリングエコノミーとも呼ばれるものであり、同エコノミーの定義について、日本シェアリングエコノミー協会は、「場所・乗り物・モノ・人・お金などの遊休資産を、インターネット上のプラットフォームを介して、個人間で賃貸や売買、交換することでシェアしていく新しい経済の動き」としている³。また、中国政府が 2017 年 7 月 3 日に公表した「シェアリングエコノミーの発展の促進に関する指導性意見」⁴では、同エコノミーを「ネットワーク情報技術を利用し、インターネットプラットフォームを通じて分散化された資源を最適化して配分し、利用効率を高める新たな形態経済を現段階では主に指す」と定義している。中国発ではあるが、最近、日本でも導入され始めたシェア自転車や、2018 年から日本でも解禁された民泊も、シェアリングエコノミーに該当する。

シェアリングエコノミーは、新しい経済の形態であるため、学術上の分析や統計上の検証はこれから進むことが期待されるが、①遊休資産が、プラットフォームを通じて新たな価値を持ち、必要とする人に提供される、②不用品の売買やライドシェアの活用によって、廃棄物の減少や環境への負荷が軽減されるといった社会上の課題を解決する経路となる、③宿泊等観光客呼び込みによる地域的な課題の解決につながる、④利用者同士のつながりや関係性が構築されることで、新たな経済活動が生まれる、といった効果がある。また、配車アプリや宅配サービスでは、運転手や配達員などの新たな雇用を生み出していることも特徴である。

CB Insights によれば、2018 年 5 月 31 日時点でユニコーン企業に分類されている中国企業 68 社のうち、「On-Demand」や「eCommerce/Marketplace」に分類されているのは 24 社と 3 割以上を占めている。また、この狭義の分類以外にも、教育（EdTech、IT を使った教育分野）や FinTech も加えると、シェアリングエコノミーに分類される企業は更に 9 社ほど上乗せされ計 33 社となり、中国企業の約半数を占める計算となる。

² 中国のモバイルアプリを使った非現金決済については、関根栄一「中国の第三者決済分野の市場・制度の動向—モバイル決済の普及の実態—」『野村資本市場クォーターリー』2018 年冬号を参照。

³ http://www.meti.go.jp/committee/sankoushin/shojo/johokeizai/bunsan_senryaku_wg/pdf/004_04_00.pdf

⁴ <http://www.chinatax.gov.cn/n810341/n810755/c2692736/content.html>

2. 中国のシェアリングエコノミーの市場取引規模

中国のシェアリングエコノミーについて、国家発展改革委員会傘下の国家情報センター（シェアリングエコノミー研究センター）と業界団体の中国インターネット協会（シェアリングエコノミー工作委員会）は、2016年から3年連続で「中国シェアリングエコノミー発展年度報告」を公表している。

同報告の2018年版⁵によれば、2017年の中国のシェアリングエコノミーの市場取引規模は、4兆9,205億元で、前年比で42.5%増となっている（図表2）。また、同エコノミーのうち、非金融分野は2兆941億元と前年比53.3%増、金融分野は2兆8,264億元と同35.5%増となっている⁶。市場取引規模に占める割合を見ると、2017年は、非金融分野が全体の37.6%から42.6%に上昇したことが特徴である。

非金融分野のうち、市場取引規模の第1位は生活サービスで、1兆3,214億元（前年比82.7%増）となっている。このサービスを提供する代表的な企業は前述の宅配サービスの「美团点评」で、ユーザー数は2.5億人超、配達者数は50万人、サービス提供カバー都市は1,600、一日当たり注文数は1,800万件となっている。中国互聯網信息中心（中国インターネット情報センター）による「第41回中国インターネット発展状況統計報告」⁷によれば、2017年12月末時点の中国の宅配サービス全体のユーザー数は3億4,338万人と同時点のインターネットユーザー数7億7,198万人の44.5%を占めている一方、ユーザー数の伸び率は64.6%増を示している（図表3）。宅配サービスは、中国に多い共働きや都市部で激しくなっている交通渋滞を背景に、急成長している市場でもある。

同じく第2位は生産分野の4,120億元（前年比21.9%増）となっている。代表的な企業にはアリババ系の「淘工場」があり、ユーザーからの注文を受け、衣服などの軽工業品の

図表2 中国のシェアリングエコノミーの重点分野の市場取引規模

分野	取引金額(億元)			伸び率(%)	
	2015年	2016年	2017年	2016年	2017年
非金融分野	6,978	13,659	20,941	95.7	53.3
知識・技能	200	610	1,382	205.0	126.6
住宅・宿泊	105	243	145	131.4	-40.3
交通・旅行	1,000	2,038	2,010	103.8	-1.4
生活サービス	3,603	7,233	13,214	100.7	82.7
生産分野	2,000	3,380	4,120	69.0	21.9
医療分野	70	155	70	121.4	-54.8
金融分野	10,000	20,863	28,264	108.6	35.5
合計	16,978	34,522	49,205	103.3	42.5

（出所）国家情報センター（シェアリングエコノミー研究センター）より野村資本市場研究所作成

⁵ <http://www.sic.gov.cn/archiver/SIC/UpFile/Files/Default/20180320144901006637.pdf>

⁶ 金融分野は、個人間の与信であるP2Pと株式型のクラウドファンディングから構成されているため、別途、稿を改めて分析する。

⁷ <https://www.cnnic.net.cn/hlwfzjy/hlwzxbg/hlwtjbg/201803/P020180305409870339136.pdf>

図表3 インターネット（全体）上のアプリの使用状況（シェアリングエコノミー関連）

アプリの種類	2017年12月末		2016年12月末		ユーザー数伸び率 (前年比)
	ユーザー数(万人)	ユーザー使用率	ユーザー数(万人)	ユーザー使用率	
インスタントメッセージ	72,023	93.3%	66,628	91.1%	8.1%
ネット検索エンジン	63,956	82.8%	60,238	82.4%	6.2%
ネットニュース	64,689	83.8%	61,390	84.0%	5.4%
ネット決済	53,110	68.8%	47,450	64.9%	11.9%
ネットショッピング	53,332	69.1%	46,670	63.8%	14.3%
中国版ツイッター	31,601	40.9%	27,143	37.1%	16.4%
宅配サービス	34,338	44.5%	20,856	28.5%	64.6%
eラーニング	15,518	20.1%	13,764	18.8%	12.7%
オンライン配車(タクシー)	28,651	37.1%	22,463	30.7%	27.5%
オンライン配車(ハイヤー)	23,623	30.6%	16,799	23.0%	40.6%
ネット中継	42,209	54.7%	34,431	47.1%	22.6%
シェア自転車	22,078	28.6%	-	-	-

(出所) 中国インターネット情報センター「第41回中国インターネット発展状況統計報告」より
野村資本市場研究所作成

製造（大量製造、カスタマイズ生産）を請け負うプラットフォームとなっている。他に、クラウドを使って企業の納税申告手続きや、自営業の法人登録手続きなどを行なう「好活」があり、大型国有企業から起業家まで約1万社超からの注文を受けている。

同じく第3位は交通・旅行で、2,010億元（前年比1.4%減）となっている。この分野には、前述の滴滴出行のような配車アプリ以外に、「モバイク」や「ofo」に代表されるシェア自転車も含まれている。ただ、シェア自転車に関しては、どこでレンタルしてどこで返却することも可能である一方、レンタルする際の保証金を巡るユーザーとのトラブルや乗り捨て時の歩行通路の混雑の問題等が発生していたことから、2017年8月に交通運輸部等が「インターネット自転車レンタルの発展の奨励と規範化に関する指導意見」を公布し、地方毎にレンタル自転車の総量規制が始まった。2017年の市場取引規模の前年比での減少の背景には、こうした政策上の要因もあるものと思われる。

他に、中国のシェアリングエコノミーでは、市場取引規模は第4位の1,382億元であるが、前年比で126.6%の伸びを実現した知識・技能も注目される。代表的な企業はクラウドを使ったアウトソースサービスを提供する「猪八戒」であり、ウェブサイト制作、ロゴデザイン、ゲームやアニメ制作、リフォーム、工業設計、建築設計等を行っている。同社のプラットフォームは、25ヶ国・地域から、1,300万人の制作・設計提供者と、700万人の委託者から構成されている。

知識・技能の分野では、他にライブ配信があり、ショッピングや教育（語学、習い事等）、個人の情報発信の分野で利用されている。前述の「第41回中国インターネット発展状況統計報告」によれば、2017年12月末時点の中国のライブ配信市場のユーザー数のうち、ネット中継は4億2,209万人で、同時点のインターネットユーザー数の54.7%を占めている（前掲図表3）。同様に、eラーニングは1億5,518万人でユーザー数全体の20.1%を占めている。伸び率を見ると、ネット中継は前年比で22.6%増を示しており、今後の成長が期待される分野でもある。

3. 中国のシェアリングエコノミーに対する政策

勃興する中国のシェアリングエコノミーに関する体系的な政策としては、前述の 2017 年 7 月の「シェアリングエコノミーの発展の促進に関する指導性意見」（以下、指導性意見）がある。インターネット技術を使った新しい経済形態という意味では、2015 年 7 月のインターネットプラスの指導意見の延長線にあると言えるが、この指導性意見では、シェアリングエコノミーについて、①奨励しイノベーションを進め、包括的かつ慎重に管理監督する、②参入規制を緩和し、ボトムラインを設定して管理監督する、③（中央・地方政府や業界団体など）多様なステークホルダーが参加し協調して管理監督する、ことを原則とした方針を明らかにした。

これらの原則のうち、三つ目について、指導性意見では特に「十分に地方・各部門の積極性、主体性を発揮させ、各市場参加者がシェアリングエコノミーという新業態・新モデルを主体的・積極的に探るのを支援・誘導する」としている。これは、シェア自転車に代表されるように、同じイノベーションでも、人々のニーズや経済的課題に対処するための「下からのイノベーション」⁸を促す姿勢を政府としてもあらためて示したものと言える。また、シェアリングエコノミーは、雇用の面でも中国経済に貢献しているという認識から、政府としても同エコノミーの振興を後押ししているという事情もあろう。前述の「中国シェアリングエコノミー発展年度報告」の 2018 年版では、2017 年の中国の同エコノミーのサービス提供企業の雇用者は約 716 万人と、前年比で 131 万人増加しており、同年の都市部の新規就業者数（1,354 万人）の 9.7%を占めたと紹介している。

その一方、指導性意見ではシェアリングエコノミーが抱えている消費者保護と紛争解決制度や過当競争等の課題も指摘している。これらの課題を解決するため、国家発展改革委員会は、2018 年 5 月 22 日、「シェアリングエコノミーの健全で良好な発展を誘導し規律付ける業務に関する通知」⁹を公布し、「誰が審査・批准するのか」「誰が主管部門となるのか」を管理監督の原則とした上で、シェアリングエコノミーの属性に応じて、管理監督部門を設定するとした。また、課題については、①市場参入規制の規範化、②技術ルール整備の強化、③信用体系の整備の推進、④（政府が管理するデータ等）公共資源の合理的利用、⑤個人情報安全性の保障、⑥市場競争秩序の規範化といった原則を明確化し、今後の管理監督の指針とした。今後、政府は、振興一辺倒ではなく、市場や業界の秩序とのバランスを確保しながら、シェアリングエコノミーを担うユニコーン企業に対する管理監督を行っていくこととなる。

⁸ 東京大学・丸川知雄教授は、2018 年 7 月 6 日付日本経済新聞の経済教室の中で、中国のイノベーションを二つに分け、「上からのイノベーション」を、国家が技術発展の方向を指し示し、国有企業や公的な研究機関などによって進められるものと定義している。

⁹ http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbtz/201805/t20180525_887224.html

Ⅲ イノベーション型企業向け上場制度の課題

1. 資本市場の活用

シェアリングエコノミーに代表されるインターネット技術を使ったイノベーション型企業が更に成長するためには、リスクマネーの供給が不可欠であり、資本市場の活用が有効と考えられる¹⁰。このため、中国证券監督管理委員会等は、2018年3月30日、「ネットワーク強国建設の資本市場によるサービス推進に関する指導意見」¹¹を公表し、ネットワーク・情報通信企業の成長を資本市場の面からの支援する方向性を打ち出した。特にネットワーク・情報通信業界を主導するような大型企業の育成に向け、資金調達ではメインボード（日本の東証一部に相当）・中小企業ボード（日本の東証2部に相当）・創業板（新興市場、東証マザーズに相当）・店頭市場の活用や、ファンドの投資環境を整備するとした。

2. 中国国内の制度上の課題

イノベーション型企業は、スタートアップ当初は私募ファンドから資金調達を行い、成長段階で上場を通じた資金調達を行うことが考えられるが、現在の中国国内の外商投資制度上や上場制度上などの課題を再考しないと、前述のBATのように海外での上場が続く可能性がある。

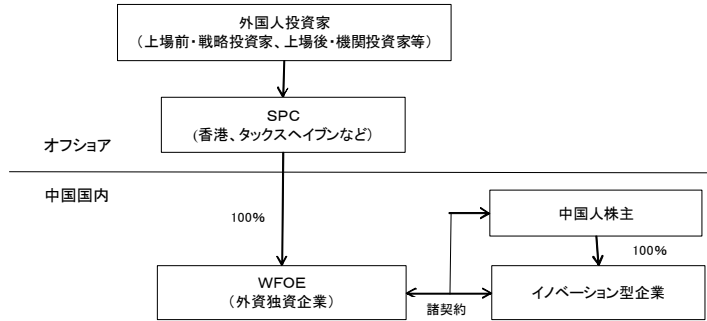
課題のうち、一つ目が、外国人投資家の導入である。イノベーション型企業は、起業時から事業の海外展開を想定していることが多いため、上場前の海外からの戦略投資家の導入や、上場時の外国人投資家による購入を計画している。ところが、イノベーション型企業は、インターネット技術を使った情報通信産業でもあり、中国国内の産業政策上、外資導入の制限業種に分類されることとなり、外資の出資比率や業務範囲（ライセンス）で制約が課されることとなる。情報通信産業への外資導入規制を回避するため、イノベーション型企業に出資する外国人投資家は、VIE（変動持分事業体、Variable Interest Entitiesの略称）スキームを用い、海外のSPC（特別目的会社）経由、中国国内に100%出資の子会社であるWFOE（外資独資企業、The Wholly Foreign Owned Enterpriseの略称）を設立し、同子会社が中国国内のイノベーション型企業と諸契約を結ぶ形で、配当など実質的な株主と同等の権利を享受してきた（図表4）。イノベーション型企業が海外で上場する場合、このSPCが上場主体となる。

課題の二つ目が、種類株式の容認である。イノベーション型企業は、普通株よりも議決権の多い「種類株」を発行して、創業者が意思決定に強い権限を有する企業統治構造を採

¹⁰ 本文中で触れた「中国シェアリングエコノミー発展年度報告」の2018年版では、2017年の中国の同エコノミーの中国国内・国外からの資金調達規模（投資、融資）を約2,160億元（前年比25.7%増）と試算している。そのうち、交通・旅行が1,072億元（前年比53.2%増）、生活サービスが512億元（同57.5%増）、知識・技能が266億元（同33.8%増）となっている。

¹¹ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201804/t20180413_336624.html

図表 4 VIE（変動持分事業体）スキームの概要



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

ることが多い。ところが、中国では、会社法上、「株式の発行は、公平、公正の原則を実行し、同一種類の株式はいずれも同等の権利を有する」（126条）、「株主は、株主総会に出席するとき、保有する1株につき1個の議決権を持つ」（103条）と定めており、種類株の存在を想定していない。これも、イノベーション型企業が海外上場を志向する一因である。

課題の三つ目が、中国国内での厳格な上場条件である。中国では、上海・深圳証券取引所のメインボードであれ、深圳証券取引所の創業板（新興市場）であれ、発行体の資格として設立後3年以上の営業期間が必要であったり、財務及び会計では、メインボードの場合直近3年の純利益が黒字、創業板の場合直近2年連続黒字という条件が課せられており（図表5）、たとえ将来の成長性が見込まれても、創業後間もない赤字企業が上場することは不可能である。

図表 5 中国・上場基準の比較

	メインボード(上海・深圳証券取引所)	創業板(深圳証券取引所の新興市場)	預託証券(CDR)
法的根拠	株式新規公開発行・上場管理弁法	株式新規公開発行・創業板上場管理弁法	預託証券試点通知、 預託証券発行・取引管理弁法(試行)
共通 (証券法13条)	<ul style="list-style-type: none"> 健全かつ良好に運営されている組織機構を備えていること。 継続的に利益を獲得できる能力を備えており、財務状況が良好であること。 直近3年間の財務諸表に虚偽記載がなく、その他重大な違法行為がないこと。 		
発行体の資格	<ul style="list-style-type: none"> 設立後、営業期間が3年以上の株式有限会社(9条)。 直近3年間、主な経営内容、取締役、高級管理職に大きな変化が無く、実質支配者に変更が無いこと(12条)。 	<ul style="list-style-type: none"> 設立後、営業期間が3年以上の株式有限会社(11条1項)。 直近2年間に、主な経営内容、取締役、高級管理職に大きな変化が無く、実質支配者に変更が無いこと(14条)。 	<ul style="list-style-type: none"> 設立後、営業期間が3年以上の会社で、会社の主要な資産の帰属に重大な紛争がないこと(5条2項)。 直近3年間、実質支配者の変更がなく、かつ支配株主及び支配株主・実質支配者に支配された株主が保有する海外の原証券の発行者の株式の帰属に重大な紛争がないこと(5条3項)。 海外の原証券の発行者及びその支配株主、実質支配者が、直近3年間に、投資家の合法的な権益及び社会公共利益に損害を与える重大な違法行為が存在しないこと(5条4項)。
財務及び会計	<ul style="list-style-type: none"> 直近3年の純利益が黒字で、累計で3,000万円を超えていること、純利益には非経常損益の控除前と後を比較して小さい方を採用する(26条1項)。 直近3年のキャッシュフローの累計が5,000万円を超えていること、または、直近3年の累計営業収入が3億円を超えていること(26条2項)。 発行前の資本金が3,000万円を下回らないこと(26条3項)。 直前期末の無形資産(除く土地使用権、養殖権、探掘権など)が純資産の20%を超えないこと(26条4項)。 直前期末に補填されていない損失が無いこと(26条5項)。 	<ul style="list-style-type: none"> 直近2年連続で黒字であり、直近2年間の累計純資産が1,000万円を下回らない。(11条2項) または、直近1年間で黒字で、直近1年間の営業収入が5,000万円を下回らない。純利益には非経常損益の控除前と後を比較して小さい方を採用する(11条2項)。 発行後の資本金が3,000万円を下回らないこと(11条4項)。 直前期末の純資産が2,000万円を下回らず、補填されていない損失が無いこと(11条3項)。 	<ul style="list-style-type: none"> 海外で上場済の大型のレッドチップの場合、時価総額が2,000億元以上。 海外未上場のイノベーション企業(レッドチップと国内登録企業を含む)の場合、①直近1年間の営業収入が30億元以上、かつ評価額が200億元以上、または②営業収入の伸びが速く、自主研究開発を行い、国際的に最先端の技術を有し、同業の競争でも相対的に優位な地位にいること。

(出所) 関連管理弁法、中国証券監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

3. 中国国内の投資家から見たイノベーション型企業

課題は、中国国内の上場制度のみに留まらない。BAT に代表される海外で上場しているイノベーション型企業の株式は、中国国内の投資家のうち、機関投資家であれば適格国内機関投資家（QDII）制度を通じて購入することができるが、運用枠に上限が設定されており、購入金額に限界がある。また、個人投資家の場合は、中国本土と香港との間のストックコネクトを利用して投資を行なうことが出来るが、購入できる対象銘柄は、香港上場企業に限定されており、米国に上場しているアリババのような銘柄の株式を購入することはできない。

中国政府としても、中国発のイノベーション型企業の育成を促進していく上で、資金調達面での課題を解決していく必要性は認識してきた。中国のイノベーション政策のうち、代表的な『「インターネットプラス」行動の積極的な推進に関する指導意見』（2015年7月4日、国務院（内閣）公布）¹²では、2018年と2025年の二つのステップで、モバイルインターネット、クラウドコンピューティング、ビッグデータ、モノのインターネット（IoT）などと製造業との結合を推進し、電子商取引、産業インターネット、インターネット金融の健全な発展を促進し、インターネット企業による国際市場の開拓を導く方針を示した。続いて、政策的な支援策の一つとして、株式市場では、「创新型・成長型のインターネット企業の上場条件を緩和し、証券法の改正と株式発行登録制度改革とを組み合わせ、成長段階にあり発展も有望であるものの、赤字のインターネット企業の創業板への上場を特に支援する」としていた。但し、株式発行登録制度改革に関する全国人民代表大会（全人代、国会に相当）から国務院への授權期間は、一度2018年2月28日に2年間の期限が到来した後、2020年2月29日まで更に2年間延長されたばかりであり、中国政府としても、イノベーション型企業の中国国内での上場に関する何らかの制度的な対応が求められていた。その対応策の一つとして、中国政府は、海外上場のイノベーション型企業の預託証券方式での中国国内での上場実現を打ち出した。

IV イノベーション型企業の上場条件の緩和

1. 関連政策・法令の公表

2018年3月の全人代期間中、証監会・閻慶民副主席は、海外上場のイノベーション型企業の中国国内の市場への回帰を促す手法として、中国預託証券（CDR、Chinese Depositary Receipt の略称）がふさわしい旨、言及した。同時に、上海証券取引所や深圳証券取引所の関係者も、既に長期間にわたり、CDRの準備を進めてきたことを明らかにした。

全人代終了後の同年3月30日、証監会は、国務院の承認を経て、「イノベーション型企業の中国国内での株式または預託証券の発行テストの展開に関する若干の意見」（以下、

¹² http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-07/04/content_10002.htm

意見)を公表した。そのうち、CDR に関しては、同年 5 月 4 日に、「預託証券発行・取引管理弁法」(以下、管理弁法)の草案を公表し、パブリックコメントを実施した。その後、6 月 6 日に、管理弁法の正式版が公布され¹³、6 月 15 日には、上海・深圳証券取引所から「イノベーション型企業の株式または預託証券の上場・取引のテスト実施弁法」が公表された。

2. テスト対象企業

1) 対象業種

関連政策・法令に基づくと、発行テスト企業の対象業種は、国家戦略に合致し、核心的な競争力を有し、市場の認知度も高い、①インターネット、②ビッグデータ、③クラウドコンピューティング、④人工知能(AI)、⑤ソフトウェア・集積回路(IC)、⑥ハイエンド設備製造、⑦バイオ医薬等のハイテク産業や戦略的新興産業に属する企業に指定されている。

2) 対象企業

発行テストの対象となる企業として、既に海外で上場しているか否かの観点から、以下の二種類が想定されている(前掲図表 5)。

一つ目は、既に海外で上場している大型のレッドチップ企業で、時価総額が 2,000 億元以上の企業である。「レッドチップ」企業とは、発行体としての登録地が海外であるものの、主要な経営活動が中国国内にある企業を指す。意見は、この第一の分類の企業に対し、中国国内での預託証券の発行と上場を容認している。

二つ目は、レッドチップ企業であれ国内登録企業であれ、海外で未上場のイノベーション型企業で、①直近 1 年間の営業収入が 30 億元以上、かつ評価額が 200 億元以上、または②営業収入の伸びが速く、自主研究開発を行い、国際的に最先端の技術を有し、同業の競争でも相対的に優勢な地位にいる企業である。これらの条件のうち、評価額 200 億元は、為替水準にもよるが、米ドルで約 30 億ドルに相当するため、CB Insights が挙げる中国ユニコーン企業の評価額を基準に見ると、約 20 社が該当することとなる(図表 6)。意見は、この第二の分類の企業に対し、中国国内での株式の発行と上場を容認している。

3) 選定方法

証監会は、科学技術創新産業化諮詢委員会を組成し、テスト企業を厳格に選定する、諮詢委員会は、関連業界の専門家、著名な企業家、投資専門家等から構成され、テスト企業の基準に従い、ビジネスモデル、発展戦略、研究開発費の投入度合い、新製品の開発、イノベーション能力、技術障壁、チームとしての競争力、業界の地位、社会

¹³ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201806/t20180606_339317.htm

図表 6 ユニコーン企業における中国企業の顔ぶれ（評価額 30 億ドル以上）

	社名	社名(中国語)	評価額(億ドル)	企業データ登録日	業種
1	Didi Chuxing	滴滴出行	560	2014年12月31日	On-Demand
2	Xiaomi	小米	460	2011年12月21日	Hardware
3	China Internet Plus Holding (Meituan Dianping)	美团点评	300	2015年12月22日	eCommerce/Marketplace
4	Toutiao	头条	200	2017年4月7日	Digital Media
5	Lu.com	陸金所	185	2014年12月26日	Fintech
6	Pindouduo	拼多多	150	2016年7月20日	eCommerce
7	DJI Innovations	大疆創新	100	2015年5月6日	Hardware
8	Lianjia	鏈家	58	2016年4月8日	eCommerce/Marketplace
9	Manbang Group	滿邦集團	60	2018年4月24日	Supply chain & Logistics
10	EasyHome	居然之家	57	2018年2月12日	Retail
11	United Imaging Healthcare	聯影医療	50	2017年9月14日	Healthcare
12	NIO	上海蔚来汽車	50	2017年3月15日	AutoTech
13	UBTECH Robotics	優必選	50	2016年7月26日	Robotics
14	Meizu Technology	魅族科技	46	2014年7月23日	Hardware
15	SenseTime	商湯科技	45	2017年7月11日	Computer Vision/ AI
16	Kuaishou	快手	30	2015年1月1日	Social
17	Royole Corporation	柔宙科技	30	2016年11月4日	Hardware
18	Maoyan-Weiyang	猫眼微影	30	2017年11月10日	eCommerce/Marketplace
19	VANCL	凡客誠品	30	2010年12月14日	eCommerce/Marketplace
20	Xiaohongshu	小紅書	30	2016年3月31日	eCommerce/Marketplace

(注) 2018年5月31日時点の情報。

(出所) CB Insights より野村資本市場研究所作成

的影響、業界の発展トレンド、企業としての成長性、予想時価総額等の要旨に基づき、選定に関する初歩的な判断を行う。その後、証監会が、重要な根拠に基づき選定の有無を審査・決定する。

3. 発行方法・条件

1) 寄託方法

テスト企業が発行する株式であれ、預託証券であれ、全て証券取引所で上場・取引がされなければならない。同時に中国証券登記決済有限責任会社に集中して登記、寄託され、決済されなければならない。

2) 資金使途

テスト企業が募集する資金は人民元建てで行うことができ、中国国内で使用することも、外貨に交換して海外に持ち出すこともできる。募集資金の資金使途や預託証券の配当等に関しては、政府の外資・外為等に関する関連規定に適合しなければならない。

3) ガバナンス

テスト企業のうち、レッドチップ企業は、株主構成やガバナンス、運営規範等の事項について、海外の法人登記地の会社法等の法令を適用可能としているが、投資家保護に関しては、中国国内の法令の要求する水準を下回することは出来ない。また、レッドチップ企業が中国国内で預託証券を発行する場合も同様に、投資家保護に関しては、中国国内の法令要求水準を下回することは出来ない。

また、VIE スキームを採用しているテスト企業の場合、証監会は関係部門と状況を区別し、法に基づき慎重に処理する。特に、レッドチップ企業が、種類株・VIE スキーム等特殊な仕組みが存在する中で、中国国内で預託証券を初めて発行する場合、目論見書等でリスクやガバナンス、法に基づく投資家保護政策について、十分かつ詳細に説明しなければならない。

4) 情報開示

レッドチップ企業が中国国内で発行する証券に関する財務諸表の開示では、中国会計基準または財政部が認める中国会計基準と同等の効力を有する会計基準に基づき財務諸表を作成することが出来る。

また、国際会計基準や米国会計基準に基づき財務諸表を作成することも出来るが、その場合、同時に中国会計基準と調整した違いや調整後の情報を提出しなければならない。

5) 投資家保護

テスト企業のうち、赤字企業の支配株主、実質支配者、取締役、高級管理者は、黒字が実現する前に、上場前に保有した株式を売却することは出来ない。

預託証券を発行する場合、預託証券の保有者が、原証券の保有者が有する権利が実際にも享受できるよう確保しなければならない。また、カスタディアンは、中国国内の投資家を代表して、海外の原証券の発行者に対して権利を行使する。カスタディアンとして、①中国証券登記決済有限責任公司及びその子会社、②中国銀行保険監督管理委員会の認可を受けた商業銀行、③証券会社、が想定されている。

4. 今後の発行見通し

1) CDR の発行候補企業

管理弁法の公布・施行後、小米（前掲図表 1）が、2018 年 7 月 9 日に香港証券取引所に株式を上場し、1 株 17 香港ドルで、約 21 億 8,000 万株を売り出し、約 370 億香港ドルを調達している。中国のイノベーション型企業の IPO では、2014 年に米ナスダックに上場したアリババ以来の大型案件となっている。当初、小米は、同年 6 月 7 日に証監会に対して CDR の発行申請を行い、受理されていたが、数日後の 6 月 19 日に「香港での上場後、あらためて CDR 発行の時期を探る」と発表し、証監会への発行申請を取り下げた。今後、小米としては、市況を見ながら、CDR の発行時期を検討していくものと思われる。

小米以外では、同じユニコーン企業の美团点評が、2018 年 9 月 20 日に香港証券取引所に株式を上場し、1 株 69 香港ドルで、約 4 億 8,000 万株を売り出し、約 325 億香港ドルを調達しており、今後の CDR 発行候補企業としても注目される。

2) 中国の証券会社の予想発行規模

小米や美团点評以外について、既存のレッドチップ企業の CDR の発行規模に関する中国国内の証券会社の予想が公開されている。CDR のテスト段階での初期発行規模は、例えば国信証券の場合、バイドゥ、アリババ、テンセントの BAT に加え、電子商取引大手の京東、ポータルサイト運営の網易の 5 社について、時価総額の 2.5% から 5% を発行規模とすると、最大 3,500 億元になるのではないかと予想している（2018 年 5 月 7 日時点）。また、申万宏源証券によると、CDR のテスト段階での初期発行規模は 2,600~4,600 億元と予想した上で、そのうち 2018 年の下半期で 500~600 億元の募集規模になるのではないかと見ている（2018 年 6 月 29 日時点）。

V 結びにかえて

CDR の発行は、中国国内の投資家に対し、事業は中国国内ながらも、海外に上場しているイノベーション型企業への投資機会を提供するものであるが、VIE スキームや種類株を採用している銘柄であることを考えると、当面は、機関投資家の購入が中心で、個人投資家は、中国の投信会社が組成したファンドを購入する形で投資の果実を享受していくものと見られる。企業や起業家による「下からのイノベーション」を資本市場の面から促進する政策はまだ始まったばかりであり、今後、海外上場の中国企業による CDR 発行¹⁴や、海外未上場の中国企業の国内への上場誘致がどのように進んでいくのか、引き続き注目される。

¹⁴ 2018 年に始動予定の上海・ロンドンストックコネクトは、預託証券（DR）を相互に上場する方法で相互に売買する取引設計となっており、今後は、ロンドン上場会社の上海証券取引所での CDR 発行も注目される。