

上海での新興市場（科創板）の創設と今後の展望

—イノベーション型企業の資金調達を支援—

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2019年7月22日、上海証券取引所に設立された新興市場、いわゆる「科創板」に、イノベーション型企業の第一陣25社が上場した。「科創板」の創設は、2018年11月5日、上海で開催された第1回中国国際輸入博覧会で、習近平国家主席が自ら発表したものである。
2. 科創板の創設には、①上海に初めて新興市場を設立したこと、②赤字上場も可能な形で上場要件の緩和を行ったこと、③上場の審査・認可制から発行登録制度に移行するための実験をすること、④上海の国際金融センター化をイノベーション促進と結びつけて進めること、といった意義がある。
3. 科創板では、適格投資家制度が採用され、外国人投資家を含む機関投資家と、一定の要件を満たした個人投資家が参加可能である。科創板上場企業は既に30社を越えており、条件を満たした銘柄の上海総合指数算出銘柄への組み入れ計画や、MSCI指数への採用計画もある。
4. 科創板で採用している発行登録制度は、実験の進捗次第ではあるが、将来的に、深圳証券取引所の新興市場（創業板）やメインボード自体にも広がっていく可能性がある。科創板の創設は、銀行中心の金融仲介から直接金融を通じた金融仲介の比率を高め、イノベーション型の経済成長を後押ししていくものと期待されている。

I 「科創板」での上場開始

2019年7月22日、上海証券取引所に設立された新興市場に、イノベーション型企業の第一陣25社が上場した。この新興市場は、正式名称は「科学技術・創業板」、略して「科創板」と呼ばれている。また、英文の正式名称は「Science and Technology Innovation Board」、略称は英文の各単語の鍵となる文字を取って「STAR」と命名されている。科創板の創設は、2018年11月5日、上海で開催された第1回中国国際輸入博覧会で、習近平国家主席が自ら発表したものであり、発表から制度創設、上場取引の開始までが約8ヵ月

強という短期間であったことも市場関係者の話題を呼んだ。

科創板の創設には、中国の証券取引所の発展の歴史の中で、いくつかの意義がある。一つ目は、国際金融センターを目指す上海に初めて新興市場を創設したという点である。二つ目は、上海での新興市場の創設に当たり、初めて株式発行登録制度改革の実験を行ったという点である。三つ目は、既に存在する深圳証券取引所の新興市場（創業板）よりも、イノベーション型企業の上場を促進するために上場条件を緩和したという点である。四つ目は、上海の国際金融センター化の推進を、イノベーション促進と結びつけて進める戦略を採用したという点である。中国経済がイノベーション主導の成長モデルに転換していく上で、株式市場を通じた資金調達を科創板が支えることが、政府のみならず、市場参加者からも期待されている。本稿では科創板の制度設計、上場第一陣の顔ぶれ等を見ていく。

II 上海における新興市場創設の意義

1. 上場要件の緩和の実験

1) 中国国内でのイノベーション型企業の資金調達支援の必要性

科創板の創設に当たり、2019年1月28日、中国証券監督管理委員会（証監会）は、「上海証券取引所での科創板設立及び登録制試行に関する実施意見」¹を公表している。この実施意見では、科創板での上場対象業種として、①次世代IT（情報技術）、ハイエンド設備、新素材、新エネルギー、省エネルギー・環境保護、バイオメディカルといったハイテク・戦略的新興産業に属する企業、②インターネット、ビッグデータ、クラウドコンピューティング、AI（人工知能）と製造業を高度に融合する企業、の2種類を想定している。

中国には、2009年3月に深圳証券取引所に新興市場としての「創業板」が設立されているが、BAT（バイドゥ（Baidu）、アリババ（Alibaba）、テンセント（Tencent））といったイノベーション型企業や、近年注目されている中国発のユニコーン企業は、香港や米国等、中国本土以外での上場を志向してきた。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できるが、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。結果として、中国国内の投資家は、事業の実体は中国国内にあるイノベーション型企業の成長に伴う恩恵を受け取ることが難しい。また、そもそも、中国の資本市場が、短期的には赤字であっても先行投資や初期投資を求めるイノベーション型企業のための資金調達の場としての役割を果たしてい

¹ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/fx/sf/201906/t20190627_358169.html

ないという問題意識が政府や市場参加者にあった。

中国国内での厳格な上場条件が背景にあったが、イノベーションを中国経済の成長の原動力として定着させていくためにも、中国の資本市場を使った資金調達支援は不可欠との考えが政府・市場関係者に広がり、2015年3月に上海証券取引所が先行して新興市場の設立計画を公表した。同年6月には、証監会の肖鋼主席（当時）も、上海で新興市場を設立する方針を示していたが、同年夏の株価暴落による株価維持政策（PKO）が優先されたために、新興市場の設立計画は延期を余儀なくされた。その後、2017年10月の中国共産党第19回党大会で決定された金融仲介機能の改善、すなわち、多様な資本市場の活用と直接金融の比率の拡大という方針に基づき、イノベーション型企業の国内上場促進のためにも科創板の創設が進められることとなった。

2) 緩和された科創板の上場条件

中国で株式の公開発行を行う場合、「証券法」の規定により、発行体の資格、財務及び会計について条件が課せられている（図表1）。また、中国の株式市場は、上

図表1 中国・上場基準の比較（メインボード、創業板、科創板）

	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)	科創板(上海証券取引所の新興市場)
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	科創板株式IPO登録管理弁法(試行) 上海証券取引所科創板株式発行上場審査規則
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、実質的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、主な経営内容、取締役、高級管理職に大きな変化が無く、実質的支配者に変更がないこと(14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(弁法10条)。 直近2年間に、主な経営内容、取締役、高級管理職及び中核技術者に大きな不利な変化がないこと(弁法12条2項)。 直近2年間、実質的支配者に変更がなく、支配権に変更が発生しうる重大な紛争がないこと(同条同項)。 直近3年間、発行体・支配株主・実質的支配者に、①汚職等及び社会主義市場経済秩序を乱す刑事犯罪、②詐欺発行・重大な情報開示違反、③国家安全等での重大な違法行為が存在しないこと(弁法13条)。 取締役、監査役、高級管理職に、直近3年間、証監会から行政処分を受けたことがなく、または司法機関からの犯罪調査や証監会からの立件調査を受けまだ明確な結論が出ていない等がないこと(同条)。
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3億元を超えていること(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、補填されていない欠損が存在しないこと(11条3項)。 	<ul style="list-style-type: none"> 予想時価総額10億元以上:①直近2年の純利益がプラスで、5,000万円以上、または②直近1年の純利益がプラスで、営業収入が1億元以上(規則22条、以下、同様)。 予想時価総額15億元以上:直近1年の営業収入が2億元以上、直近3年の累計研究開発費が同累計営業収入に占める割合が15%以上。 予想時価総額20億元以上:直近1年の営業収入が3億元以上、直近3年の経営活動から生まれる累計ネットキャッシュフローが1億元以上。 予想時価総額30億元以上:直近1年の営業収入が3億元以上。 予想時価総額40億元以上:主要業務または製品が国の関連部門からの批准を受け、市場の空間が大きく、現在既に段階的な成果を得ていること。医薬品業界の場合、少なくとも一つの核心的な製品についてフェーズ2臨床試験の実施が承認済みの必要があること。その他の企業の場合は明確な技術上の優位性と関連条件を満たしていること。

(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

海・深圳取引所のメインボード（東証一部に相当）、深圳証券取引所の中小企業板（東証二部に相当）、深圳証券取引所の創業板（マザーズに相当）と、発行体の規模に応じて、証監会が定める管理弁法によって、ボード毎にさらに詳細な条件が課せられている。発行体の資格は、設立後、営業期間が3年以上の株式会社という点では共通であるが、財務及び会計では、例えばメインボードの場合、①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、②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3億元を超えていること、③発行前の資本金が3,000万円を下回らないこと、といった条件が課せられている。また、新興市場としての創業板の場合では、①直近2年連続で黒字で直近2年間の累計純資産が1,000万円を下回らない、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、②発行後の資本金が3,000万円を下回らない、③直近期末の純資産が2,000万円を下回らない、といった条件が課せられており、上場申請時点では赤字でも、将来性のある有望なイノベーション型企業の上場はできない仕組みとなっている。

これらに対し、科創板では、①純資産の要件がなく、②予想時価総額で財務条件を設定していることが特徴である。また、予想時価総額が15億元以上の場合、純利益が赤字でも上場を可能としている。その分、発行体の資格では、中核技術者の存在を重視していることも特徴である。他に、まだ発行実績はないものの、2018年に中国預託証券（CDR、Chinese Depositary Receiptの略称）の発行を解禁した際に容認したように²、情報開示による投資家保護を前提に種類株採用企業や、レッドチップ企業（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）にも、発行資格を広げていることも特徴である。

2. 株式発行登録制度改革の実験

1) 発行・上場までに時間を要する現行制度

中国で株式の公開発行を行う場合、他の先進国とは異なり、政府の審査・認可が必要な仕組みとなっている。具体的には、「証券法」の21条から22条に規定されている通り、発行体は申請書類を国務院証券監督管理機関、すなわち証監会に提出し、同会の審査・認可を経て、株式の公開発行を行うことができる。これは、資本市場を通じた資金調達を政府が発行体に割り当てるといった計画的手法の考え方を取っているもので、資本市場が本来的に備えている市場メカニズムを使った資金調達ではない。このため、2012年11月の中国共産党第18回党大会での習近平指導部発足後の2013年11月の中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議で採択された改革プランでは、資源配分において市場が決定的な役割を發揮することを目的として、株式市場では、

² 関根栄一「中国におけるイノベーション型企業向け上場制度改革」『野村資本市場クォーターリー2018年秋号』参照。

現在の政府による発行認可制度から発行登録制度への移行の方向性を確認している。続いて、2016年から2020年までの第13次5ヵ年計画においても、金融制度改革の中で、株式発行登録制度改革の推進を明記している。同改革の実施には、本来は証券法の改正が必要ではあるが、全国人民代表大会（全人代、国会に相当）による年間の立法計画や法改正計画には対象法令の割り当てがあり、かつ審議には時間がかかるため、全人代常務委員会は、2016年3月から同改革の実施権限を国务院に付与してきた。

また、現在の発行認可制度の下では、証券法24条に規定されているように、証監会が申請書類を受理した日から3ヵ月以内に認可の可否を決定しなければならないが、申請書類の補充や修正を行う時間は当該期間に含めないとされている。証監会の認可に加えて、証券の上場取引については、証券法48条に規定されているように、発行体は証券取引所に申請書類を提出し、取引所の審査を受けなければならない。このため、発行体にとっては、発行枠の割り当てから、実際の証監会や証券取引所の審査・認可が終了するまでに、少なくとも1年以上かけて取り組まなければならない作業となっていたのが実態であった。

2) 発行・上場までの審査時間の短縮

科創板の創設に必要な細則を設けるために、2019年1月30日、証監会は「科創板株式新規公開発行登録管理弁法（試行）」に関するパブリックコメントの募集を行い、約1ヵ月後の同年3月1日、同管理弁法（試行）³及びその他の関連細則を公布した（即日施行）。また、同年3月1日、上海証券取引所も「上海証券取引所科創板株式上場審査規則」⁴及びその他の関連細則を公布した（即日施行）。一連の実施細則に基づく申請から上場登録までの手続きは以下の通りとなる。

まず発行体は、申請書類を上海証券取引所に提出し、取引所は質問形式で書類の内容を確認する。取引所が受理した場合は、5営業日以内に登録の可否を判断し、かつ受理日から3ヵ月以内に審査意見を出さなくてはならない。取引所内では、「科技创新諮詢委員会」が申請書受付時の確認を、「科創板株式上場委員会」が申請書受理後の審査をそれぞれ支援する仕組みとなっている。

次に、上海証券取引所が承認した場合、同取引所は、証監会に関連書類を提出し、証監会は20営業日以内に登録の可否を判断しなければならない。証監会が登録を受理した場合、登録書類は1年間有効となっている。

科創板の発行登録制度は、まだ実験段階であるため、証券取引所での登録に加え、証監会の登録も必要という二重登録制度にはなっているものの、申請書類の受付から登録まで、順調にいけば最短で4ヵ月強で手続きが済むこととなる。イノベーション型企業が、新たなビジネスモデルに基づく商品や手法を市場に投入するためには、初期投資が必要であり、資金調達のタイミングが極めて重要である。科創板への上場

³ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201903/t20190301_351633.htm

⁴ <http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/tib/review/c/4729495.shtml>

を通じた機動的な資金調達は、イノベーション型企業の成長に寄与するものと期待される。

3. 上海の国際金融センター化に向けた基盤強化

1) 新興市場創設までの経緯

上海証券取引所における新興市場創設の構想は、2015年5月25日に上海市政府等が公表した「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に関する意見」⁵において初めて表明された。同意見は、科学技術と金融との関係に言及した項目の中で、「上海証券取引所での戦略的新興市場板の創設を加速させ、赤字でも一定規模の科学技術創新企業の上場を推進する」と盛り込んでいる。

2015年は、3月に開催された全人代の政府活動報告で、李克強首相が「インターネットプラス行動計画」と「中国製造2025」というイノベーション政策を打ち出した年でもあり、上海市政府としても、中央政府の方針に応じた構想を打ち出したものと思われる。

2) イノベーションセンターと国際金融センターを同時に推進

その後、2017年10月の第19回党大会を経て、2019年1月17日、中国人民銀行等の中央政府⁶は、2018年に遡及する形で向こう3年間の「上海国際金融センター建設行動プラン（2018-2020年）」⁷を公表した。同プランの目標は、2020年までに、人民元建て商品が主導する形で上海が国際金融センターとなるようにすることにある。そのために、「上海証券取引所で科創板を設立し、同時に登録制の実験を行って、上海国際金融センター及び科学技術創新センターの建設を支援し、資本市場の基礎制度を絶えず改善する」という、習近平国家主席の本稿冒頭で触れた第1回中国国際輸入博覧会でのスピーチ内容をそのまま反映している。

上海市政府も、この中国人民銀行等の意見を受け、同年3月20日、「科学技術体制メカニズム改革の深化と科学技術創新センター構築能力の強化をさらに進めるための意見」⁸を公表し、金融面では、「多様な資本市場を発展させ、上海証券取引所での科創板の設立と登録制の実験を契機として、優良な科学技術創新企業の上場を支援する」とした。この意見は、2020年までのイノベーションに関するエコシステムの早期形成と、2035年までのグローバルな影響力を有するセンター形成の二段階から目標時期が設定されており、イノベーションの推進と科創板の創設とを中長期的に結びつけて上海市が位置づけられていることが分かる。

⁵ http://www.gov.cn/xinwen/2015-05/27/content_2869524.htm

⁶ 中国人民銀行以外に、国家発展改革委員会、科学技術部、工業・情報化部、財政部、中国銀行保険監督管理委員会、証監会、国家外為管理局の計8部門が連名で下達している。

⁷ <http://www.pbc.gov.cn/zhengwugongkai/127924/128038/128109/3758540/2019013114370538719.pdf>

⁸ <http://www.shanghai.gov.cn/nw2/nw2314/nw2319/nw12344/u26aw58458.html>

III 科創板での上場の現状

1. 業種の視点

1) 上場会社の顔ぶれ

前述の通り、科創板には、2019年7月22日、第一陣として25社が上場した（図表2）。その後、同年8月から9月25日までに、新たに5社が上場している。2019年10月10日現在、上場している計30社の業種の内訳は、「コンピューター、通信、

図表2 科創板への上場会社の概要

会社名	設立日	上場日	発行株式	業種 (証监会分類)	主な事業	登録資本金 (億元)	法人登記地
蘇州華興源創科技 株式有限公司	2005-06-15	2019-07-22	A株	専用設備製造業	検査装置	4.01	江蘇省蘇州市
烟台睿創微納技術 株式有限公司	2009-12-11	2019-07-22	A株	コンピューター、通信、 その他電子設備製造業	サーモグラフィ	4.45	山東省烟台市
蘇州天准科技 株式有限公司	2009-08-20	2019-07-22	A株	専用設備製造業	検査、測量機器	1.94	江蘇省蘇州市
寧波容百科技新能源 科技株式有限公司	2014-09-18	2019-07-22	A株	コンピューター、通信、 その他電子設備製造業	リチウムイオン電池	4.43	浙江省寧波市
浙江杭可科技 株式有限公司	2011-11-21	2019-07-22	A株	専用設備製造業	リチウムイオン電池	4.01	浙江省杭州市
深圳光峰科技 株式有限公司	2006-10-24	2019-07-22	A株	コンピューター、通信、 その他電子設備製造業	プロジェクター	4.52	深圳市
瀾起科技 株式有限公司	2004-05-27	2019-07-22	A株	コンピューター、通信、 その他電子設備製造業	半導体チップ開発	11.30	上海市
中国鉄路通信信号 株式有限公司	2010-12-29	2019-07-22	A株、 普通株	鉄道、船舶、航空・宇宙、その他 運輸設備製造業	鉄道交通システム	105.90	北京市
福建福光 株式有限公司	2004-02-03	2019-07-22	A株	計測機器製造業	軍用レンズなど	1.54	福建省福州市
哈爾濱新光光電 科技株式有限公司	2007-11-30	2019-07-22	A株	コンピューター、通信、 その他電子設備製造業	光学機器、システム	1.00	黒龍江省 ハルビン市
中微半導体設備 (上海) 株式有限公司	2004-05-31	2019-07-22	A株	専用設備製造業	半導体製造設備	5.35	上海市
交控科技 株式有限公司	2009-12-04	2019-07-22	A株	鉄道、船舶、航空・宇宙、 その他運輸設備製造業	鉄道交通システム	1.60	北京市
上海微創心脈医療科技 株式有限公司	2012-08-17	2019-07-22	A株	専用設備製造業	医療機器	0.72	上海市
樂鑫信息科技(上海) 株式有限公司	2008-04-29	2019-07-22	A株	コンピューター、通信、 その他電子設備製造業	通信用チップ開発	0.80	上海市
安集微電科技(上海) 株式有限公司	2006-02-07	2019-07-22	A株	コンピューター、通信、 その他電子設備製造業	半導体研磨剤	0.53	上海市
廣州方邦電子 株式有限公司	2010-12-15	2019-07-22	A株	コンピューター、通信、 その他電子設備製造業	電磁波シールド	0.80	広東省広州市
蘇州瀚川智能科技 株式有限公司	2012-11-16	2019-07-22	A株	専用設備製造業	プリント基板加工機	1.08	江蘇省蘇州市
北京沃爾德金剛石工具 株式有限公司	2006-08-31	2019-07-22	A株	専用設備製造業	超硬工具	0.80	北京市
南京微創醫學科技 株式有限公司	2000-05-10	2019-07-22	A株	専用設備製造業	医療機器	1.33	江蘇省南京市
北京天宜上佳高新材料 株式有限公司	2009-11-03	2019-07-22	A株	鉄道、船舶、航空・宇宙、 その他運輸設備製造業	鉄道向けブレーキ	4.49	北京市
北京航天宏図信息技術 株式有限公司	2008-01-24	2019-07-22	A株、 新三板株	ソフトウェア、 情報技術サービス業	衛星測量	1.66	北京市
虹軟科技 株式有限公司	2003-02-25	2019-07-22	A株	ソフトウェア、 情報技術サービス業	画像処理、顔認証	4.06	浙江省杭州市
西部超導材料科技 株式有限公司	2003-02-28	2019-07-22	A株	非鉄金属精錬・圧延加工業	チタン合金	4.41	陝西省西安市
西安鈔力特増材技術 株式有限公司	2011-07-06	2019-07-22	A株	汎用設備製造業	金属3Dプリンター	0.80	陝西省西安市
廣東嘉元科技 株式有限公司	2001-09-29	2019-07-22	A株	コンピューター、通信、 その他電子設備製造業	リチウムイオン電池	2.31	広東省梅州市
晶晨半導体(上海) 株式有限公司	2003-07-11	2019-08-08	A株	コンピューター、通信、 その他電子設備製造業	半導体チップ開発	4.11	上海市
上海柏楚電子科技 株式有限公司	2007-09-11	2019-08-08	A株	ソフトウェア、 情報技術サービス業	レーザー切断の制御システム 開発	1.00	上海市
深圳微芯生物科技 株式有限公司	2001-03-21	2019-08-12	A株	医薬製造業	新薬開発	4.10	深圳市
北京安博通科技 株式有限公司	2007-05-25	2019-09-06	A株	ソフトウェア、 情報技術サービス業	サイバーセキュリティ関連のソフト ウェア開発	0.51	北京市
江蘇天奈科技 株式有限公司	2011-01-06	2019-09-25	A株	化学原料及び化学製品製造業	カーボンナノチューブ及び関連材 料の研究開発・生産・販売	2.32	江蘇省鎮江市

(注) 1. 2019年9月26日時点。

2. 主な事業は2019年7月28日付日経ヴェリタスなどを参照。

(出所) Wind 資料ほかより野村資本市場研究所作成

その他電子設備製造業」が 10 社、「専用設備製造業」が 8 社、「鉄道、船舶、航空・宇宙、その他運輸設備製造業」が 3 社、「ソフトウェア、情報技術サービス業」が 4 社、「非鉄金属精錬・圧延加工業」、「計測機器製造業」、「汎用設備製造業」、「医薬製造業」、「化学原料及び化学製品製造業」が各 1 社となっている。

上海証券取引所上場企業の時価総額（2018 年末時点で 26 兆 9,515 億元）を業種別に見ると、第 1 位は製造業で 8 兆 7,223 億元（全体の 32.36%）、第 2 位は金融業で 8 兆 6,218 億元（同 31.99%）、第 3 位は鉱業で 2 兆 7,124 億元（同 10.06%）となっている。これに対し、イノベーション型企業の代表業種ともいえる情報産業は 8,144 億元（同 3.02%）に過ぎない。今後、科創板で、ハイテク・戦略的新興産業、インターネット・AI と製造業を融合した企業が多く上場していくことは、上海市場全体の業種分布を変えるだけでなく、上海が金融面で中国のイノベーションを支えるセンターとなっていく上で必要不可欠である。2019 年 10 月 12 日時点での科創板への申請書提出企業（累計）のうち、取引所が書類の受理前に質問形式で内容を確認する段階に入っているのは 73 社となっている。また、証監会の確認段階まで行った 43 社のうち、42 社が最終的に登録され、そのうち同年 10 月 11 日までに 33 社が上場している。登録審査の進捗状況は、取引所のホームページでも常に開示されており⁹、登録済の残り 9 社の上場や、上場予備軍である上記 73 社の今後の登録審査の進捗状況が注目される¹⁰。

2) 代表的な上場会社：中微半導体設備（AMEC）

2015 年に公表された「中国製造 2025」には、半導体産業の育成が盛り込まれ、国産化比率を高めようとしている。特に、中国では、大型の半導体装置メーカーは少なく、そのうちの代表的な 1 社が、科創板の第一陣 25 社の一つとして上場した中微半導体設備（上海）株式有限公司（Advanced Micro-Fabrication Equipment Inc. China、略称 AMEC）である。半導体等の電子デバイスの製造ラインでは、薬液や反応ガス、イオンの化学反応を使って、薄膜の形状を化学腐食、蝕刻加工するエッチング装置が必要となるが、AMEC は、2004 年に設立された同装置の専門メーカーである。

創業者は、1944 年生まれの尹志堯氏（G. Z. Yin）氏で、米 UCLA（University of California ロサンゼルス校）で博士号取得後、Intel、Lam Research、Applied Materials で、1984 年から 2004 年まで半導体のデバイス開発や製造装置開発等に関わり、2004 年に上海で AMEC を起業している。同社は、海外ではシンガポール、日本、米国、韓国に販売子会社を設立している。

2019 年 7 月 2 日に発行登録が完了した目論見書（全 427 頁）によると、AMEC の 2018 年末時点の総資産は約 35 億元、営業収入は約 16 億元となっている。また、同

⁹ <http://kcb.sse.com.cn/renewal/#>

¹⁰ 2019 年 10 月 10 日付中国証券報は、2019 年 11 月上旬までに科創板への上場企業は 50 社に達し、年内に証監会への登録が完了する企業は 100 社強になるとの市場関係者の見通しを伝えている。

社の予想時価総額は 30 億元以上に設定されており、「直近 1 年の営業収入が 3 億元以上」という財務及び会計の条件を満たしている。新株発行数は 5,348 万 6,224 株であり、発行後の株式総数の 10%に相当する。予定している調達資金は 10 億元で、そのうち設備投資に 4 億元、研究開発に 4 億元、運転資金に 2 億元を充てる予定となっている。なお、同社の 2018 年の営業収入に占める研究開発費の割合は 24.65%となっている。創業者でもあり、現在、同社の会長兼社長の尹氏は 2019 年 7 月 22 日、科創板の上場セレモニーでのスピーチで、科創板は中国の科学技術分野での高速発展を実現するための強力な推進器であり、中国が科学技術大国から科学技術強国、製造大国から製造強国に向かうプロセスの中で巨大な役割を發揮する、と述べている¹¹。

2. 投資家の視点

1) 適格投資家制度を採用

科創板では、適格投資家制度が採用されている。適格投資家の一つが機関投資家であり、外国人投資家としての適格外国機関投資家（QFII）や人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）も含まれる。個人投資家の場合は、①（証券会社への）取引権限付与に関する申請前の 20 営業日における証券口座及び資金口座内の資産の 1 日当たり平均額が 50 万元以上、②証券取引の参加期間が 24 か月以上、等の要件を満たさなければならない。

また、科創板の決済は T+1（約定日の翌営業日）であり、終値固定価格方式を採用している。値幅制限については、上場後の最初の 5 営業日（初日を含む）は値幅制限を設定せず、5 営業日以降は、値幅制限を 20%とする。創業板では、上場初日のコールオークションは 20%の上限、寄り付き後は 20%の上限を設定し、最大値幅を発行価格の 44%とし、取引翌日は値幅制限を 10%としており、対照的な制限幅となっている。

2) 第一陣の上場前後の投資家の動き

第一陣 25 社の上場前後の投資家の動きについて、現地の報道を元に整理すると、以下の通りとなる。

第一に、2019 年 7 月 16 日付上海証券報によれば、同年 1～6 月の期間、科学技術革新をテーマとしたファンド 18 本が組成され、165.87 億口が募集されている。科創板の創設は、公募ファンドにとっては、リサーチ面で新たな競争が始まることを意味しており、同時に、上場第一陣は優良企業であるとの認識から、公募ファンド管理会社は株式の購入申請に積極的に参画しているとのことであった。

第二に、同年 7 月 22 日付上海証券報によれば、第一陣上場前の 19 日、監督当局は基金管理会社に対し「公募ファンドの科創板投資参画への要求に関する通知」を通達し、業界に対し、発行体・引受業者との談合等による価格オファーの禁止、適格投資

¹¹ <https://www.amec-inc.com/newsDetail.html?id=5d35626efd14dc1c23bca253>

家制度に基づく販売管理、法令遵守・リスク制御を要求している。また、投資及び売買では、①長期・バリュー投資、理性的投資の堅持、投資売買回転率の厳格な制御、②科创板株式への投資比率上限の厳格な設定により、保有株の集中から生じる純資産価格の過度な変動の回避等を要求している。

第三に、同年 7 月 23 日付中国証券報によれば、中国証券投資基金業協会のデータを引用し、科创板上場第一陣のうち 23 社には、上場前の段階で私募ファンド 231 本が既に投資していたとし、調達額合計は約 128 億元に達していたと紹介している。前述の AMEC のケースでも、目論見書の契約発効時点で、6 社の海外法人株主、20 社の中国国内法人株主、8 人の個人が発行体の株式を保有する構成となっており、国内外の私募ファンドや、中国国内の政府系銀行が組成した私募ファンド、上海の自由貿易試験区（FTZ）管理委員会が組成した政府系の私募ファンドも株主として名を連ねている。

3. 対外開放の視点

第一陣の上場前の 2019 年 7 月 19 日、上海証券取引所は、CDR を含む科创板の上場株式¹²及び預託証券を 2020 年 1 月 22 日から上海総合指数算出銘柄に組み入れる計画であることを発表した。インデックス運用を行う外国人投資家から、科创板への資金流入の可能性がある¹³。また、2019 年 10 月 10 日、MSCI は、11 月の半期ごとの指数の見直し時に、科创板のうち条件を満たした銘柄を MSCI Global Investable Market Indexes（略称 GIMI）に組み入れると発表した¹⁴。この結果、MSCI の定める条件を満たした科创板の銘柄は MSCI China Indexes 及びデリバティブ指数に組み入れられることになる。同時に、科创板の上記銘柄は、MSCI 指数における MSCI China All Shares、MSCI China A Onshore Indexes 及びデリバティブ指数にも組み入れられることになる。

他に、2019 年 7 月 19 日付証券時報によれば、科创板上場会社で H 株にも上場する銘柄は、中国本土・香港間のストックコネクトの対象銘柄にする方向で、上海・深圳証券取引所、香港証券取引所が三者で合意したとのことであり、具体的な組み入れ時期は別途発表される予定である。現行の規則では、A+H 株の上場銘柄はストックコネクトの対象であるが、科创板は、売買、管理監督、適格投資家制度面でメインボードと異なるため、今後、技術的な準備作業が必要となる。

¹² なお、CDR に関する証券税制については、2019 年 4 月 12 日、財政部・国家税務総局・証監会が連名で、① CDR の発行認可を初取得した日から 3 年間は、上海・深圳証券取引所で譲渡された CDR に対し譲渡側が売買額の 1%の印紙税を負担すること、②個人の譲渡益は 3 年間非課税、法人税は譲渡益及び配当共に非課税、であることが明記されている。科创板の証券税制についても、CDR の扱いと同様になるものと考えられるが、外国人投資家の扱いも含め、明記が待たれる。

¹³ 同時に、CDR を含む科创板の上場株式が 30 銘柄となった日から 11 営業日後に、「上証科创板 50 銘柄指数」を正式に発表するとした。2019 年 9 月 25 日には、30 銘柄目の江蘇天奈科技株式有限公司が上場し、11 営業日後の同年 10 月 16 日前後に同指数が発表される予定であったが、同年 10 月 11 日、上海証券取引所は、さらに研究を続け、延期して発表することを明らかにした。

¹⁴ <https://www.caixinglobal.com/2019-10-11/msci-to-add-star-market-shares-to-global-indexes-101469705.html>

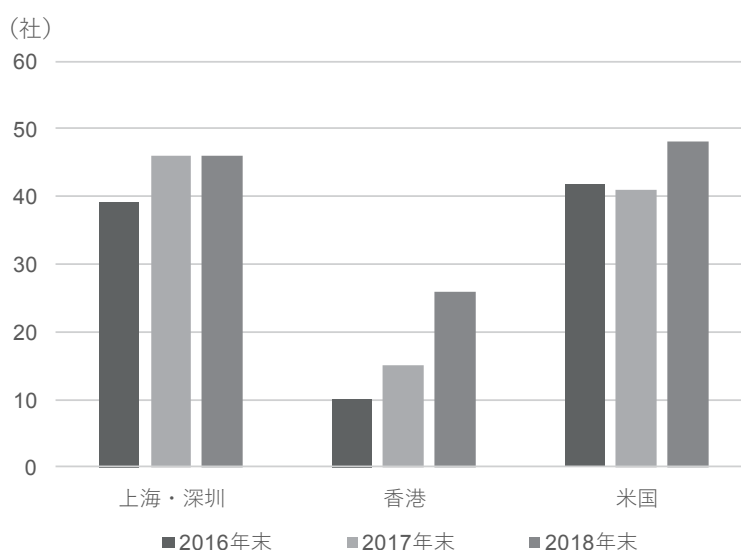
IV 結びにかえて

科創板の創設は、証券会社にとっても、スポンサーや引受業務以外に、新たな商機を生み出している。例えば、2019年8月8日付上海証券報によれば、科創板の信用取引については、第一陣として、中信証券、中信建投証券、銀河証券、海通証券、申万宏源証券、国泰君安証券、華泰証券、国信証券、招商証券の計9社がテスト会社に指定されているが、科創板銘柄に対する信用取引のニーズは高く、貸出株式は不足の状態となっている。近々、第二陣として5社程度がテスト会社に指定されると取りざたされている。

今回の科創板の実験は、株式発行登録制度を通じ、創業時が赤字の企業にも、中国国内での上場ルートを開くものとして評価できよう。一方、中国政府の機関である中国インターネット情報センターが公表している「中国インターネット発展状況統計報告」によれば、2018年末時点の中国のインターネット上場企業数は合計で120社となっており、これを市場別に見ると、上海・深圳が46社（全体の38.3%）、香港が26社（同21.7%）、米国が48社（同40.0%）となっている（図表3）。2017年末時点からの動きを見ると、上海・深圳は横ばいであったのに対し、米国は41社から7社増えている。香港や米国で上場するインターネット企業は、新たなビジネスモデルを採用したり、グローバル展開を視野に入れたり、イノベーション型企業の代表的存在とも言えるものであり、科創板での株式発行登録制度の実験を着実に進めていく必要がある。

また、株式発行登録制度の実験の進捗次第ではあるが、2019年8月18日に中国共

図表3 インターネット上場企業の市場別分布（社数）



（出所）中国インターネット情報センター「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

産党中央・国務院が公表した「深圳での中国の特色ある社会主義先行モデル区建設支援に関する意見」¹⁵の中でも触れている通り、今後、深圳証券取引所の創業板でも発行登録制度改革の実験が行われていく計画がある。証監会・易会満主席も、2019年9月11日の資本市場改革に関する『人民日報』への寄稿文の中で、「情報開示が中核である登録制を着実に実行し、科創板上場企業の質の向上に注力し、科創板改革における実験機能を十分に発揮して、複製・普及が可能な経験を積み上げ、資本市場の全面的な改革の深化を牽引していく」としており¹⁶、将来的に証券取引所のメインボードにも発行登録制度改革を広げていくことに含みを持たせている。発行体による株式市場での機動的な上場・資金調達の実現は、中国における従来の銀行中心の金融仲介から直接金融を通じた金融仲介の比率を高め、イノベーション型の経済成長を後押ししていくものと期待される。

¹⁵ http://www.gov.cn/xinwen/2019-08/18/content_5422183.htm

¹⁶ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201909/t20190911_361786.html