



IIMAの目 公益財団法人 国際通貨研究所

2019年7月5日

中国の金融改革：上海証券取引所に中国版ナスダック市場開設¹

公益財団法人 国際通貨研究所
 開発経済調査部 リサーチアシスタント 成卓倫
 上席研究員 梅原直樹

1. 科創板の開設とその特徴

今月（7月）にも上海証券取引所は中国版ナスダックと称される科創板を投資家に開放する。中国語の正式名が「科技創新板」、英語では「Science and Technology Innovation Board」から「**STAR Market**」と呼ばれる科創板は、昨年11月5日に上海で開かれた第一回中国国際輸入博覧会において習近平主席の基調演説のなかで初めて公表された。その運営規則は本年3月にすでに公表され、上海証券取引所のメインボードと並行して運営される。開設式は6月13日に上海証券取引所で既に実施された。

科創板は、情報技術、高性能機器製造業、新素材、新エネルギー、省エネ、バイオ医薬品など、中国にとって戦略的に重要な新興産業や、高成長が期待される中小企業に上場の機会を与えるものである。高成長を遂げる中小企業向けの株式市場は、中国にとってこれが初めてではなく、既に深圳証券取引所の創業板（英「ChiNext」）、北京の全国中小企業株式取引システム（通称「新三板」、英「National Equities Exchange and Quotations」から「**NEEQ**」）、そして、香港証券取引所のグロース・エンタープライズ・マーケット（**GEM**、創業板）があり、科創版はこれらに続くものである。このうち、香港の**GEM**は、国際的に開放された市場であるが、本土側の諸市場は政府の規制が強く、主に国内投資家向けとなっている。科創板の開設により、中国本土においても過剰規制からの脱却が図られると期待されるが、それでもまだ現在は国内投資家向けにとどまりそうだ。

科創板の特徴は四つある。第一は登録制度の採用で、企業は一連の書類を提出するだけで上場を許可される。これは **ChiNext** や上海と深圳のメインボードで行われている中国証券監督管理委員会の個社毎の審査で時に3年もかかるものの対極にある。科創板と比較すべきは新三板だが、ここでは先行して登録制度が実施されている。上場手続きは通常3、4か月しかかからない。上場申請企業にとってこの差は大きく、効率が高まることが期待される。

¹ 本稿は2019年6月25日公表の Eyes of IIMA, “Financial Reform in China: New Nasdaq-Style Board to Debut on the Shanghai Stock Exchange” の和訳版。

次に注目すべきは、赤字企業の上場を認めていることである。この点で科創板は、利益計上を上場条件としている ChiNext より、新三板や GEM、ナスダックに近いといえる。

上記の登録制度や赤字企業の上場受け入れは、新三板にその前例があるが、科創板の第三の特徴は、その先進性であり、多議決権種類株式の上場が認められることである。これは潜在的にコーポレートガバナンスを弱める可能性があるとも考えられるが、創業者が株式公開後に少数株主になっても企業の支配権を維持できることから、スタートアップ企業に人気がある。この方式は本土の他の市場では認められていない。香港においてもこの制度を導入しているのはメインボードだけであり、それも 2014 年にアリババがニューヨーク証券取引所を選択し、250 億ドルに上る株式を公開したことに刺激されて、昨年、ルールを改正したことによる。なお、GEM においてはこの制度は導入されていない。

第四の特徴は、一日の株価の値幅制限の採用である。新三板、GEM、ナスダックはそうした制限を設けておらず、上海と深圳のメインボードは上下 10% の制限を設けている。これに対して科創板では、公開後 5 営業日の間は株価の変動は自由とされ、その後は上下 20% の制限が適用される。

このように見ると科創板は、より規制の厳しい ChiNext と、より規制の緩やかな新三板の中間に位置するものといえよう。各市場の特徴は下表の通りである。

ボード	上海証券取引所・科創板	深圳証券取引所・創業板 (ChiNext)	全国中小企業株式取引システム (新三板)	香港証券取引所・創業板 (GEM)	ナスダック
開設年度	2019年予定	2009年	2012年	1999年	1971年
上場会社数 (2019年7月4日現在)	31社(増えつつある) ¹	764社	9905社	388社	3487社
上場審査承認制度	登録制	審査制	登録制	登録制	登録制
赤字で上場可	時価総額が15億元超の場合は可	不可	可	可	ある条件下で可 ²
多議決権種類株で上場可	可	不可	不可	不可	可
値幅制限	上場5営業日間以内は無し、その以降は±20%	±10%	無し	無し	無し
売却禁止期間	12ヶ月 (支配株主に36ヶ月)	12ヶ月 (支配株主に36ヶ月)	無し (支配株主に12ヶ月)	12ヶ月 (支配株主に24ヶ月)	6ヶ月
取引参加資格の要件	取引経験2年以上及び取引資産50万元以上	取引経験2年以上又は投資リスク承諾書を提出	取引経験2年以上及び取引資産500万元以上	無し	無し
外国人投資家が参加可	(未公表)	機関投資家のみ	不可	可	可

(注) 1. 蘇州天準科技、深圳微芯生物科技、上海安集微電子科技が上場の最初3社

2. 最低階層のナスダック・キャピタル・マーケット以上の上場条件を満たすこと

(出典) 上海証券取引所、深圳証券取引所、全国中小企業株式取引システム、香港証券取引所、ナスダック

2. 漸進主義からくる特徴

科創板の開設は、中国の金融市場に新たな変革をもたらすものだ。しかし、改革が漸

進的であるために、現時点で旧態依然としたところが見られる。一つは日中の値幅制限と売却禁止期間の設定により、大幅な株価変動に歯止めをかけていることだ。また、科创板は不慣れな投資家の参入を制限している。そして、最も重要なのは科创板を外国人投資家に開放することがまだ明確に示されていないことだ。

中国の株式市場は元々、中国人の投資家にのみ開放されており、外国人投資家は取引割当や上限規制が設けられ、特別なチャンネルを通じてしか市場参加ができなかった。現在は、外国の個人及び機関投資家は香港やロンドンとのストックコネクト制度を通じて指定銘柄の株式購入が可能となり、また、機関投資家の場合は適格外国機関投資家(QFII)及び人民元適格機関投資家(RQFII)制度を通じて幅広い株式を取引することができる。科创板の対外開放がどの程度のものになるかは、現時点では不明である。しかし、おそらく時間とともに拡大されると見られる。上海・香港ストックコネクトや深圳・香港ストックコネクトの取引割当は、2014年及び2016年の運用開始以来、当初の130億元から520億元へと4倍に引き上げられ、6月17日に始まった新しい上海・ロンドンストックコネクトの割当額は当初より2,500億元と多額に設定されている。QFIIやRQFIIの制限も2002年及び2011年の開設以来、緩和される流れにある。

3. 可能性を秘めた科创板、しかしその成否は未知数

科创板の新設は政策として高く評価できる。第13次五カ年計画と「中国製造2025」²では、国内産業の育成、産業高度化の実現、金融制度の更なる発展が優先事項として挙げられており、科创板はそうした目的に沿ったものである。また、上海を本格的な国際金融市場にする中長期的な構想とも関わってくるものだ。

ただし、科创板自体は単なる可能性を創出する舞台に過ぎない。むしろ、それを生かせる企業や投資家が存在しているかどうかが鍵である。これまではChiNext、新三板、GEMは、いずれも低い流動性、激しい価格変動という問題を抱え、責任ある投資の場というよりも投機の場となった。科创板が同じ道を歩むのか、中国版ナスダックになる公約を実現できるのか、しばらく様子を見る必要があるだろう。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

² 第13次五カ年計画は中国政府による現行(2016-2020)の経済社会政策の主要方針を示すものであり、「中国製造2025」は、2015年に発表された産業政策である。