

## 1 年半余を経過した中国の創業板－中国での評価と今後

(大和総研 常務理事 金森俊樹)

2009 年 10 月に、中国のベンチャー市場である創業板（いわゆる中国版 NASDAQ）が深圳証券交易所に開設されてから、1 年半余が経過した。この間の評価をめぐる中国国内の学者や市場関係者間の議論の様子が、2011 年に入って、証券日報、経済日報、中央電視台（CCTV）などを通じて伝えられている。本稿では、これら中国国内で展開されている議論の一部を紹介しつつ、創業板の現状評価と今後を探る。

### 1. まずまずの全体的な評価

まず全体的な評価であるが、創業板が開設されて以降、そこでの投機によって巨万の富を築く層が一部出現し、貧富の格差の拡大につながったとして\*<sup>1</sup>、一般庶民からは、「カネを騙し取るもの（圈銭）」、「暴利をむさぶるもの（暴富）」等々の批判が絶えず、一部関係者の間でも、「8 大欠陥」、「9 つの罪状」、「10 大注意事項」といった形で、多くの問題が指摘されてきた。また、3 高（高株価、高 IPO 株価収益率、高資金調達）が、上場後の創業板企業の営業不振から非難を受け、3 高を支える前提であるこれら企業の「高成長」にも疑問が呈される事態も見られている。

他方、客観的かつ冷静に一定の基準に基づいて評価すれば、まずまずの成功と言えるのではないかとの指摘も多い。たとえば、唐紅林 中信証券資産管理部首席ストラテジストは、2 月 17 日付新華ネット上で、市場が成功しているかどうかを測る指標として、企業への資金供給力、売買量、資金配分機能の 3 つに着目する。すなわち、資金供給力については、2010 年、深圳の創業板に新規上場した企業数は 117 で、その資金調達額は 105 億元、同年、香港の創業板（GEM）に新規上場したのは 7 企業で、その資金調達額は 6.5 億香港ドル、既上場企業の再資金調達を含めても 131 億香港ドルにすぎない。また 2010 年末時点の上場企業数、時価総額は、深圳の創業板が 153 企業、7,365 億元、GEM は 169 企業、1,347 億香港ドルである。2010 年の売買量を見ると、深圳の創業板は 15,718 億

---

\*<sup>1</sup> 2011 年 5 月 10 日付中国新聞網は、「2011 長者番付 500 人」に関連して、もっぱら国内資本市場でのキャピタルゲインによって番付に入ってきた富裕層の増加が最も大きな特徴であると、番付に入った 101 名が上場企業所有者で、うち中小板企業が 58、創業板企業が 13、一方、不動産は引き続き富の大きな源泉にはなっているが、その数は 75 名に低下、2004 年以来最も少なくなったと伝えている。

元と GEM1,337 億香港ドルの 10 倍を超える。資金配分の観点からは、少なくとも、政府が戦略的に育成しようとしている新興産業\*<sup>2</sup>が、創業板で、後述するように相対的に高い株価収益率での IPO を果たしている点からみて、一定の効果を挙げていることは間違いなく、創業板開設以降の 1 年の実績は、香港の 10 年の実績を超えるとする。深圳証券交易所総合研究所の「深交所多層次資本市場上市公司実証分析報告 2010 年版」は、創業板上場のベンチャー企業の成長性は典型的な V 字型ナイキ（耐克）曲線を示しており、利益率等の指標も、主板（メインボード）、中小板上場企業に比べ、創業板の企業が最も強いことは注目に値するとしている。むろん、同報告も含め、創業板は開設してまもなく、その資金配分機能を評価するには（すなわち、どれだけの企業が長期的に生き残って経済社会に貢献することになるのか）、なおしばらく時間が必要との認識は一般的である。

（参考 1）創業板市場の状況

		2009 年	2010 年
上場企業数	深圳	36	153
	香港	174	169
発行済み株式総数	深圳	3,460	17,506
	香港	NA	NA
時価総額	深圳	161,008	736,522
	香港	105,036	134,674
売買額	深圳	182,811	1,571,787
	香港	75,762	133,666

（注）発行済み株式総数は百万株、時価総額、売買額の単位は、深圳が百万人民元、香港が百万香港ドル。

（資料）深圳証券交易所市場統計年鑑、香港交易所市場資料

## 2. IPO バブルなのか、適正価格水準は？

最も大きな争点になっているのは、創業板でバブルが生じているのかどうかである。全体的に深圳証券交易所平均株価収益率は、香港交易所と比べてかなり高くなっているが、なかでも IPO での価格決定が適正なのかどうかという点が議論になっている。開設以来、基本的に高い株価での IPO が続いているが、特に 2010 年 12 月に新規上場した 12 の企業の IPO 株価収益率（発行市盈率）は

\*<sup>2</sup> 中国共産党 5 中全会の 1 2 次 5 ヶ年規画建議では、「戦略的新興産業を育成・発展させる」とされ、新世代情報技術、省エネ・環境保護、バイオ、新エネルギー自動車、新素材、ハイエンド装置製造が挙げられている。

平均 92.06 倍、2011 年 1 月に上場した 5 つの企業は平均 93.07 倍と記録を更新した（何れの数値も、1 月 28 日付証券日報“2011 年創業板出路”より引用）。\*

3

IPO 株価収益率の適正水準がどの程度か、もちろん、個々の企業・産業によって差異があり、またその時々の経済状況にも左右されるので一概には言えないだろうが、米国 NASDAQ は 12-20 倍、香港 GEM は 12 倍程度とされており、これらに比べるとかなり高い（数値は、中国中央電視台“財經論劍”1 月 28 日“創業板編”討論番組内での、刘紀鹏中国政法大学資本研究センター主任発言より引用）。現在の中国の状況に照らして、学者や市場関係者は「20 倍は間違いなく合理的な水準」、「30 倍以下が合理的」、「40-60 倍でもまずまず合理的、あるいはなお健全」、「個々の企業の差異が大きいことを考慮すると、合理的な水準は 10-50 倍ぐらいの幅になる」と様々な見解を示しているが、一部の株価は明らかに高すぎるとしつつも、総じて諸外国と比べてかなり高めの水準でも合理的と見ている模様である。一般投資家を対象としたアンケートの結果(上述中央電視台番組内で、視聴者を対象に行ったアンケート調査)でも、20.6%の投資家が 20 倍以下、37.4%が 20-40 倍、24.3%が 40-60 倍、17.8%が 60 倍以上でも合理的な水準と考えていると伝えられている。本来、創業板に上場する企業はリスクや不確実性が高く、バブル的な価格形成が行われやすい面もあろう。むしろそれは新興産業育成に資金が回っていることを示すものとして肯定的に評価すべきで、創業板の株価については、短期的な急上昇を云々するのではなく、長期的視点から見ればよいと割り切る意見もある。

(参考 2) 平均株価収益率 (平均市盈率、倍)

	2009 年末	2010 年末
全体平均 深圳	46.01	44.69
香港	18.19	16.72
主板 (メインボード)		
深圳	43.04	35.43
香港	18.13	16.67
中小板 深圳	51.01	56.93
創業板 深圳	105.38	78.53

\*3 なお直近の状況を見ると、2011 年第一四半期終了後、4 月には創業板指数は 9.48%下落、平均株価収益率は 40 倍強、5 月には若干持ち直したが、創業板市況は、主板や中小板と比べ、前年から最も劇的に変化しており、バブルの崩壊?とする論評も見られる(財新“新世紀”5 月 16 日号)。

香港	38.98	31.10
----	-------	-------

(資料) 深圳証券交易所市場統計年鑑、香港交易所市場統計

### 3. 改善の方向は？

上述90倍を超えるようなIPOバブルとでも呼ぶべき現象に対してどう対処すべきか、百家争鳴である。まず、創業板上場基準をさらに緩和し、より多くの企業が参入できるようにして株の供給を増やすべし、劣後企業の淘汰は市場が行うべきもので(“優勝劣汰”の市場原理の貫徹)、高い参入障壁を設けて監督当局が責任を負う話ではない、本来創業板はリスクの大きい市場で、それが高成長をもたらす源泉でもある(また、そうあるべき)との意見が少なからずある一方、基準を緩和すると、1-2年という短期間に何千という企業が突如、創業板上場することになり、市場が混乱するとの反対意見も多い(現行基準の下でも1万は下らない企業が上場を希望している旨)。市場の需給より、上場廃止制度が不完全であることや、創業板上場企業の経営者が短期間で頻繁に辞めて責任をとらないこと、長期的観点から企業の育成に携わらず、短期売買でキャピタルゲインだけを狙う投資家の存在(寻租股东)など、構造的な問題を重視する指摘も多い。たとえば、投資家に対するロックアップ(売買禁止)期間の規制を強化すること、創業板上場後5年以内の株式配当(高送转股本)を禁止あるいは監督強化する(上記、深圳証券交易所報告)、あるいは経営者の辞職・交替を認めないことにより責任を明確化することを通じて投機的行動を抑えること、また劣後企業の速やかな市場からの退出を促す上場廃止制度のさらなる改善などが、結局、バブル的な価格形成を抑えることになるという意見である。上場廃止制度改善の必要性は多くの論者が指摘しているところだが、株式配当規制を設けることについては、技術的な問題にすぎず、短期的にはともかく中長期的には実質的な意味はないとする見方もある。

### 4. 創業板の今後

上記、深圳証券交易所の報告は、創業板上場企業の多くは中国経済が高成長する黄金期に出現した企業で、企業としてもその最も高い成長期に上場したが、上場後は成熟期に入りある程度の成長鈍化は避けられないこと、マクロ経済の成長率が今後スローダウンしていく見込みの中で、その影響をどう受けることになるか、今後注視していく必要があるとしている。

歴史的にみると、中国のベンチャー企業は、邓小平の「科学技術を成長力のエンジンにする」とのスローガンを受けて1980年代初に急増したが、その後、もっぱら資金調達面のネックが問題となって、必ずしも順調には発展してこなか

った\*4。

当面中国経済は、ややスローダウンするとしても、比較的高目の成長がなお続くと見込まれ、かつその中で戦略産業の育成、産業の高度化が目指されていること、また元来中国人は、たとえば浙江省温州人の気質にも代表されるように、プラグマティックで「資本主義的」な面を有していること、労働市場のミスマッチの中で、大卒者の国有企業など既存組織への就職難が続いていること等に鑑みると、ベンチャー企業の将来を取り巻く環境は、基本的には明るいと言ってよいだろう。したがって、その資金調達面でのネックを解消する創業板の役割もますます重要になってくると考えられる。他方、一般庶民から、創業板が近年の貧富の格差拡大の要因のひとつと見なされていることは看過できず、それだけに誰もが公正かつ透明性のある市場と認めるような環境整備をさらに進めていくことが不可欠となっているのではないか。そうした認識は市場関係者や学者の間で共有されつつあるようだが、他方、ベンチャー市場は本来リスクが大きいことに存在意義があり、バブル的な価格形成もある意味で当然、できるだけ参入障壁は低くして淘汰は市場に任せるべし、監督機関の過度の関与は、市場の成長性を弱めることになり不適切といった、いわば市場原理主義的とも言える主張も散見される（これもひとつの傾聴すべき論点は含んでいる）。今後これら様々な見解が、どのように創業板市場の整備の行方に影響していくかが注目されるところだ。

（創業板の制度概要については、大和総研・大和証券キャピタル・マーケット「大和のアジア証券市場2010年版」、日本証券経済研究所「中国の証券市場2011年版」参照。）

---

\*4 初期の段階では23のベンチャー企業が出現。その後資金調達面の問題から低迷が続いたが、98年政治協商会議が方針を転換し、リスク産業育成に力を入れ始めたことから、その後わずか3年間で、その数は59から246に急増した。また2000年代半ば以降、大卒の就職難といった新たな事態にも対応し、国务院労働社会保障部や上海市など行政部門が、ベンチャー企業立ち上げ支援策を導入する動きが見られている（創業板構想もこうした流れの中で、長らく議論されてきたもの）。主体が国・国有企業か、民営企業、大学、あるいは外資かによって、おおむね4つの形態に分類されてきた。（‘Strategies for the People's Republic of China's Small and Medium Enterprise Development within the National Innovation System,’ Tracy Yang, Jamus Jarome Lim, Toshiki Kanamori, Research Paper No.73, 2008, ADB Institute 参照）