

2019年6月26日 全7頁

中国：今、何故科創板なのか

開設の背景と科創板の特徴、直面し得る問題点

経済調査部
主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 2019年6月13日に、上海証券取引所に科創板 (Science and Technology Innovation Board) と呼ばれる新しいボードが正式に開設された。本稿では、科創板が開設された背景、上場申請会社の特徴、科創板の制度的な特徴、今後直面し得る問題について解説した。

6月13日に正式に開設された科創板。今、何故科創板なのか

2019年6月13日に、上海証券取引所に科創板¹ (Science and Technology Innovation Board) と呼ばれる新しいボードが正式に開設された。

科創板の上場会社は、国家の戦略に合致し、鍵となるコア技術を有し、科学技術イノベーション能力が突出し、コア技術に主に依拠して生産経営が展開され、安定したビジネスモデルを有し、市場認知度が高く、社会的なイメージが良好であり、比較的強い成長性を有する企業とされ、科創板はハイテク・イノベーション型で、スタートアップの時期をすぎた有力企業の資金需要増加に応えることが使命とされている。重点産業としては、新世代情報技術、最先端設備、新素材、新エネルギー、省エネ・環境保護、バイオ・医薬品の他、インターネット+製造業、ビッグデータ+製造業、クラウドコンピューティング+製造業、人工知能 (AI) +製造業といった、新技術と製造業の融合などが掲げられている。さらに言えば、イノベーションの牽引役は民営企業であり、科創板の上場会社は民営企業が中心となることが想定されている。

今、何故科創板なのか。

2016年にスタートした第13次5ヵ年計画は、イノベーション、協調、グリーン、開放、共享の「5つの発展理念」を掲げた。「イノベーション」が5つの筆頭に掲げられたのには、理由がある。1979年～2015年までの長期にわたり続けられた一人っ子政策の弊害もあって、中国の人

¹ Shanghai Stock Exchange, Science and Technology Innovation Board から、英語では SSE STAR Market と表記する。

ロボータスは2010年頃がピークとなり、年平均実質10%程度の「高速成長」は終わりを告げた。さらに、2006年以降の最低賃金大幅引き上げを機に拍車がかかった労働コストの急上昇や、2015年8月までの長期にわたった持続的元高などにより、中国の労働集約的な産業・製品の価格競争力は大きく低下した。新たな産業を育成・アップグレードできなければ、成長率が急低下するリスクが高まることになる。これが、中国がイノベーションを最重視する、切実な背景となっていたのである。

これに関連し、中国政府は2015年5月に発表した「中国製造2025」を重要政策に位置付けた。中国は今後30年かけて製造業のアップグレードを図る計画であり、その一環として、2025年までに製造強国の仲間入りを果たすとした。具体的には、①次世代情報技術産業（半導体チップ等の国産化を推進）、②ハイエンド工作機械・ロボット、③航空・宇宙用設備（大型航空機の開発等）、④海洋工程設備・ハイテク船舶（深海探査・資源開発の強化等）などを十大重点分野とした。

2018年11月5日に、習近平国家主席が「第1回中国国際輸入博覧会」の開幕式で科創板の開設に言及した後、200日余りで正式開設にこぎつけたスピードの速さが注目されることがあるが、実はそうではない。上海証券取引所は2013年9月に「戦略的新興産業板」に関する調査を開始し、同年12月に中国証券監督管理委員会（CSRC）に開設構想を提出した。その後、2015年6月に国務院が「戦略的新興産業板」を上海証券取引所に開設する構想を発表したが、その後の株価暴落により、この話はいったん沙汰止みとなった経緯がある。戦略的新興産業板が科創板に名前を変えて、開設に向けて再び動き出した背景には、米中「ハイテク」摩擦の激化もあろう。米国は中国に対して「中国製造2025」の放棄を求めたとの報道もあるが、これを中国が諾とするとは思えない。むしろ米国とその同盟国がハイテク分野での中国包囲網を構築しようとする中で、科創板開設の意義が一段と高まったということなのであろう。

上場申請会社の特徴

後述するように、科創板では従来の上場審査・認可をCSRC発行審査委員会が行う「審査認可制」ではなく、上海証券取引所が審査を行う「登録制」が試験的に導入される。上場申請から上場までのプロセスを示すと、上場申請⇒受理⇒諮問⇒審査通過⇒登録申請⇒登録認可⇒IPO(株式新規公開)⇒上場、となる。

2019年6月25日時点で125社が上海証券取引所に上場申請を行い、上場審査受理段階は14社、受理後諮問中は89社、審査通過は7社、登録申請は10社、登録認可は4社、審査中止は1社、となっている。登録認可を得た4社は浙江杭可科技（浙江省、特殊設備製造業）、蘇州天淮科技（江蘇省、特殊設備製造業）、蘇州華興源創科技（江蘇省、特殊設備製造業）、煙台睿創微納技術（山東省、コンピューター・通信・その他電子設備製造業）、である。

上場申請を行った125社の特徴を見ると、①業種別には、コンピューター・通信・その他電

子設備製造業（25社）、ソフト・情報技術サービス業（25社）、特殊設備製造業（23社）、医薬製造業（16社）に属する企業が多い、②企業の登記地は、北京市（26社）、江蘇省（21社）、上海市（19社）、広東省（18社）、浙江省（13社）など、沿海地域でハイテク・イノベーション企業の集積地が多い、③国有・民営の別では、ほとんどが民営企業であり、明らかな国有企業は6社、一部国有出資は3社にとどまる、④1社当たりの平均資金調達予定額は9.4億元（約147億円）、最大は中国通号（中国鉄道通信信号、鉄道・船舶・航空およびその他運輸設備製造業）の105億元（約1,646億円）、最小は北京龍軟科技（ソフト・情報技術サービス業）の2.55億元（約40億円）、となっている。上場申請会社は、ハイテク・イノベーション型の民営企業中心という科创板のコンセプト通りであるといえる。

ちなみに、深圳証券取引所には2009年11月に取引を開始した創業ボードがある。創業ボードは、成長性は高いが経営年数は短く、規模が小さく、利益変動性・経営リスクが高いハイリスク・ハイリターン型企业向けの資金調達の間として位置づけられていた。メインボードと比べ上場基準は一部緩和されているが、CSRCによる審査制が採られており、上場へのハードルは高い。さらに、当初は「両高六新」即ち「成長性と技術力が高い、新経済（ニューエコノミー）、新サービス、新農業、新材料、新エネルギー、新ビジネスモデル」の企業を上場させるとしていたが、このコンセプトは曖昧になり、伝統産業、しかも大型企業の上場も少なくない。

科创板の制度的な特徴～「登録制」の導入と緩和された上場基準～

科创板の制度は他のボードと大きく異なっている。特筆されるのは、上場における「登録制」の導入と、緩和された上場基準、そして厳格化された上場廃止基準である。

上海証券取引所のメインボード、深圳証券取引所のメインボード、中小企業ボード、創業ボードは、上場審査・認可をCSRCの発行審査委員会が行う「審査認可制」が採用されているが、科创板では「登録制」が試験的に導入されている。科创板では、上海証券取引所の科创板株式上場委員会が審査を行う。上場委員会は会計事務所、弁護士事務所、大学、市場関係者、証券監督管理委員会の関連機関の38名の委員で構成されている。さらに、科创板の上場候補会社は産業的な特殊性が高いために、発行人がハイテク・イノベーションの属性を有するかなどの判断を専門家の立場で行う、ハイテク・イノベーション諮問委員会が設けられた。諮問委員会はハイテク企業、投資機関、科学研究所など48名の委員で構成されている。

ただし、CSRCは登録準備段階で意見を提出し、発行人に資料の提出を求めたり、上海証券取引所に審査の補足などを求めることができるなど、CSRCの関与は残る。最終的にCSRCが発行登録に同意した場合、1年以内に発行登録を行い、不同意の場合は、6ヵ月後以降に再申請を行うことができる。

次に、科创板の上場基準は他のボードと比べ、大幅に緩和されている。具体的には次頁表の通りであり、5つの基準のうちいずれか1つを満たせばよい。1.の「評価時価総額は10億元を

下回らず、直近2年連続して純利益を計上し、かつ累計純利益は5,000万円を下回らないこと。もしくは評価時価総額は10億円を下回らず、直近1年純利益を計上し、かつ営業収入は1億円を下回らないこと」以外は、利益基準が要件として求められないことが最大の特徴である。

一方で、上場廃止基準は厳格化された。上海・深圳証券取引所のメインボード、深圳証券取引所の中小企業ボード、創業ボードでは、上場廃止までに、上場廃止リスクの警告⇒上場暫定停止⇒上場廃止という3つのステップがある。例えば、2年連続で赤字が続いた場合に上場廃止リスクの警告が行われ、3年連続の赤字で上場暫定停止となり、4年連続の赤字で上場廃止となるが、上場暫定停止の間に当該企業集団の優良資産が上場会社に注入されたり、全く別の会社が当該上場会社を買収し優良な上場会社に生まれ変わる（いわゆる裏口上場）といったことが横行した。上場廃止リスクを警告された上場会社が、投資家にこうした起死回生策が期待され人気化するケースも少なくない。科创板では、上場暫定停期間は存在せず、上場廃止リスクの警告から、ダイレクトに上場廃止となる。

科创板における上場廃止リスクの警告は、財務面では①直近1年の監査済み財務報告で特別損益を控除する前、あるいは控除した後の純利益が赤字、かつ営業収入が1億円以下となった場合、②債務超過となった場合、③上場会社の営業収入の源泉が主要業務と関係のない取引であるなど、上場会社が持続的な経営能力を明らかに喪失した場合、④研究開発型の上場会社の主要業務、商品、あるいは依拠する基礎技術開発に失敗、もしくは使用を禁止された場合に、株式取引等の面では(1)上場会社の連続した90営業日（取引停止日を除く）累計の株式売買高が150万株以下となった場合、(2)連続した10営業日（取引停止日を除く）終値が額面以下となり、時価総額が3億円以下となった場合、(3)連続した10営業日（取引停止日を除く）の株主数が400人以下となった場合に、行われる。

科创板、メインボード・中小企業ボード、創業ボードの上場基準

科创板 以下の5つのうちいずれか1つを満たすこと	メインボード・中小企業ボード 以下の5つの全てを満たすこと	創業ボード 以下の3つの全てを満たすこと
1. 評価時価総額は10億円を下回らず、直近2年連続して純利益を計上し、かつ累計純利益は5,000万円を下回らないこと。もしくは評価時価総額は10億円を下回らず、直近1年純利益を計上し、かつ営業収入は1億円を下回らないこと。	1. 直近3会計年度連続して純利益を計上し、かつ累計純利益が3,000万円以上であること。純利益は非経常損益を控除する前と後で、どちらか低い方で計算する。	1. 直近2年連続して利益を計上し、その累計純利益は1,000万円を下回らないこと。もしくは直近1年で利益を計上し、かつ直近1年の営業収入が5,000万円を下回らないこと。純利益は非経常損益を控除する前と後で、いずれか低い方を元に計算する。
2. 評価時価総額は15億円を下回らず、直近1年の営業収入は2億円を下回らず、かつ直近3年間累計の研究開発投入額が直近3年間の営業収入に占める割合が15%を下回らないこと。	2. 直近3会計年度の営業キャッシュフローの累計が5,000万円以上であるか、もしくは直近3会計年度の累計営業収入が3億円以上であること。	2. 直近期末の純資産額は2,000万円を下回らず、かつ未処理損失が存在しないこと。
3. 評価時価総額は20億円を下回らず、直近1年の営業収入は3億円を下回らず、かつ直近3年間累計の営業活動によるキャッシュフローは1億円を下回らないこと。	3. 株式発行前の株式資本総額は3,000万円を下回らないこと。	3. 発行後の株式資本総額は3,000万円を下回らないこと。
4. 評価時価総額は30億円を下回らず、かつ直近1年の営業収入は3億円を下回らないこと。	4. 直近期末の無形資産（土地使用権、水面養殖権、探鉱権などを控除した後）が純資産に占める割合が20%を上回らないこと。	CSRCが発表した「イノベーション企業の国内株式および預託証券発行の試行に関する若干の意見」により認定されたテスト企業は、上記1と、2の「未処理損失が存在しないこと」という条件は適用しなくてよいとされた。
5. 評価時価総額は40億円を下回らず、主要業務や製品は国家関連部門の承認を得る必要があり、市場が大きく、現時点ですでに段階的な成果を挙げ、有名な投資機関から一定金額の投資を獲得していること。医薬企業は少なくとも1項1類の新薬2期臨床試験の認可を得る必要がある。その他の科创板の位置付けに合致する業種については、明らかな技術優位性を持ち、関連条件を満たさなければならない。	5. 直近期末までに未処理損失が存在しないこと。	
	CSRCが発表した「イノベーション企業の国内株式および預託証券発行の試行に関する若干の意見」により認定されたテスト企業は、上記1と5の条件は適用しなくてよいとされた。	

(出所) 上海証券取引所、深圳証券取引所より大和総研作成

特徴的なのは、直近 1 年の純利益が赤字、かつ営業収入が 1 億元以下となった場合に、上場廃止リスクの警告が行われることである。5 つある上場基準では、利益要件が存在するのは前頁表の 1. のみであったが、上場を申請したほとんどの会社は、この上場基準を適用している。2. ~5. の上場基準では利益要件は問われないが、上場早々に上場廃止リスクの警告が発せられるのを避けるためと思われる。

科创板の上場廃止基準は、財務面では①主要業務大部分が停滞、あるいは規模が極端に小さくなった場合、②経営資産が大幅に減少し、日常的な経営が維持できなくなった場合、③営業収入、あるいは利益の主要な源泉が商業的な実質のある取引ではなくなった場合、④営業収入、あるいは利益の主要な源泉が主要業務と関係ない取引となった場合、⑤その他、持続的な経営能力を明らかに喪失した場合、株式取引等の面では (1) 上場会社の連続した 120 営業日 (取引停止日を除く) 累計の株式売買高が 200 万株以下となった場合、(2) 連続した 20 営業日 (取引停止日を除く) の終値が額面以下となり、時価総額が 3 億元以下となった場合、(3) 連続した 20 営業日 (取引停止日を除く) の株主数が 400 人以下となった場合、に上場が廃止されるというものである。

この他の科创板の制度的な特徴

この他の科创板の制度的な特徴は以下の通りである。

市場参加者の資格要件

科创板では、投資リスクの高さに鑑み、市場参加者には条件が設けられている。具体的には、取引資産は 50 万元 (約 784 万円) 以上、取引経験は 2 年以上の投資家のみが、科创板での取引が可能である。上海証券取引所によると、2017 年末の A 株の取引口座数 3,943.0 万口座のうち個人投資家は 99.8% を占めるが、保有資産 50 万元以上の口座は全体の 14.4% となっている。このため、科创板の流動性を疑問視する向きもあるが、これは杞憂であろう。

2017 年末の上海市場の株式時価総額に占める保有主体別構成比は、一般法人 61.5%、個人投資家 21.2%、機関投資家 17.3% であり、一般法人の割合が高いのは親会社等による上場会社株式の保有が多いことが主因である。個人投資家の保有時価総額を 100% とした場合、資産 50 万元以上の投資家が 77.4% を占めることに加え、参加資格がない個人投資家でもファンド等を通じた投資が可能となっていることから、流動性に関する懸念は小さい。

ちなみに、日本の投資家も市場参加者の資格条件を満たす必要があるが、QFII (適格域外機関投資家制度) や 2014 年 11 月に始まった上海・香港ストックコネクトを通じて取引が可能となる見通しである。

値幅制限

メインボード、中小企業ボード、創業ボードは上場初日の売買注文の指値は発行価格 (=100%) の64%~144%の範囲内に制限され、上場2日目以降は、前日比±10%の値幅制限が設けられている。一方、科創板は、上場初日を含め5営業日は、値幅制限はなく、6営業日以降は、前日比±20%の値幅制限が設けられる。

多議決権種類株の導入

科創板はプライベート・エクイティ (PE) やベンチャー・キャピタル (VC) の「出口」としても位置付けられており、株式には多議決権 (10倍まで) 種類株を認め、ベンチャー企業等の上場にも配慮がなされている。

レッド・チップス等の国内回帰

中国には登記先が海外である中国国内企業が多く存在し、香港を登記先とする中国本土企業であるレッド・チップス²がその代表例である。このうちハイテク・イノベーション型と認められた会社は中国預託証券 (CDR) を科創板上場することが可能である。かねて有力企業が海外にのみ上場し、中国から流出することが問題視されていたが、本国回帰を促す格好となっている。ちなみに、科創板への上場申請を行った125社のうち、登記先が中国国外なのは「九号ロボット」(登記先はケイマン諸島)の1社のみであるが、この上場申請は審査中止となっている。

² 中国海洋石油 (CN00C)、中国海外発展 (チャイナ・オーバーシーズ・ランド&インベスト)、中国移動 (チャイナ・モバイル) など。

科創板が直面し得る問題点

科創板が直面し得る問題点として、まずはハイテク・イノベーション型企業の株価評価の難しさが挙げられる。特に技術や製品・サービス面で比較対象の少ない（ない）企業であれば尚更である。

これと表裏一体の特徴として、株価の乱高下のリスクの高さがある。科創板では上場 5 日間は値幅制限がなく、その後の値幅制限は前日比±20%に設定された（メインボード等では上場初日の売買注文の指値は発行価格を 100%として 64%～144%の範囲内に制限され、上場 2 日目以降は、前日比±10%の値幅制限）。マーケットの価格決定機能に多くを委ねるということであろうが、人気化で投機的な値動きとなる懸念がある。ただし、ブームが一巡すれば、株価低迷の長期化も懸念されよう。

最後に、中国では「上場ゴール」の風潮の下、往々にして上場時の業績が最も良く、その後悪化することがある。科創板の上場会社が属するのは新陳代謝が激しい業界だけに、企業（事業）の継続性を見極めは難しい。