

2021年11月16日 全5頁

中国：三つ巴のイノベーション重視

北京証券取引所はイノベーション型、創業型、成長型の中小企業向け

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

[要約]

- 中国国内第3の証券取引所・北京証券取引所はイノベーション型、創業型、成長型の中小企業向けの株式市場として誕生し、2021年11月15日に81銘柄で取引を開始した。
- 北京証券取引所が今後抱えるであろう問題は、2019年6月に開設された上海証券取引所の科創板と同様となろう。まずは、イノベーション型、創業型、成長型の中小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。さらに、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。
- 北京・上海・深圳証券市場の三つ巴のイノベーション重視の背景には、当然のことながら米中「ハイテク」摩擦の激化がある。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、中国国内での資金調達の意味が一段と高まったのである。今後の動向に注目したい。

国内第3の証券取引所・北京証券取引所が取引をスタート

中国国内第3の証券取引所・北京証券取引所はイノベーション型、創業型、成長型の中小企業向けの株式市場として誕生し、2021年11月15日に81銘柄で取引を開始した。うち71銘柄が北京の全国中小企業株式譲渡システム(新三板)の3つの市場区分の最上位であった精選層の登録会社からの直接移行であり、10銘柄は直前に株式を公開發行して、北京証券取引所に上場した。

11月15日に発効した「北京証券取引所取引規則(試行)」によると、上場初日に値幅制限はないが、当日の寄り付きから±30%超、±60%超となった時に10分間のサーキットブレーカー(取引停止措置)が発動される。新規上場は上記の10社であり、全銘柄に2回のサーキットブレーカーが発動されるなど、上場初日の株価は高騰した(自動車部品メーカーの「河南同心伝動」は493.7%高で引けた)。一方で、精選層から移行した71銘柄は継続上場として扱われ、前営業日終値比±30%の値幅制限が適用された。こちらは高安まちまちであった。

こう書いてもピンとくる読者は少ないかもしれない。そもそも全国中小企業株式譲渡システム（新三板）とは何か。新三板の3つの市場区分とは何か。突然にも見える北京証券取引所の設立の背景は何か。このレポートではこうしたいくつかのポイントについて、解説する。

全国中小企業株式譲渡システム（新三板）とは何か

「全国中小企業株式譲渡システム」（新三板）は2013年1月16日に正式スタートした中小企業向け店頭市場である。

中小企業にとって、株式上場による資金調達は狭き門である。深圳証券取引所には、2004年6月に「中小企業板」が、2009年10月には「創業板」が開設されたが、中小企業板はメインボードの一部と位置付けられ、上場基準もメインボードと同じであった（2021年4月に中小企業板はメインボードに統合された）。創業板については、2020年8月の上場基準の大幅緩和以前はIPO時では約6割が中型企業、約4割が大型企業に分類され、小型企業はゼロであった。中小企業板、創業板ともに中小企業に真に開かれたボードとはいえなかった。

全国中小企業株式譲渡システムの前身は、中国証券業協会が2000年に一部の証券会社に認めた店頭市場の「株式譲渡代行システム」であり、当初は非流通法人株の売買と、上海・深圳証券取引所で上場廃止となった株式の売買が行われていた。中国では、メインボードを「一板」市場、創業板を「二板」市場と呼ぶことから、上記店頭市場を「三板」市場と呼んだ。しかし、三板は、当然のことながら増資など資金調達機能はなく、また小規模で流動性も低く、注目度も低いままであった。

その後、資本市場多層化の観点から、店頭市場を発展させ、ハイテク・高成長型の新興企業の育成を目指す動きが活発化した。そこで設立されたのが「新三板」である。これにより、従来の三板は「老三板」と呼ばれるようになった。新三板は、第三者割当増資が可能であり、上記のような中小企業の資金調達の間を提供するとともに、メインボード、創業板上場を目指す企業のプラットフォームになりつつあった。

新三板への株式登録は、①中小企業板や従来の創業板では対応できなかった、中小企業に資金調達の道を拓く、②登録事前準備として、スポンサー証券会社を中心に公認会計士、弁護士、産業アナリストなどが、登録希望企業のコーポレート・ガバナンスの確立に関与する、③店頭登録による信用力向上で、銀行借入が容易になる、といったメリットが期待された。

新三板は2014年以降、飛躍的な拡大を遂げた。転機は、2013年12月13日付けの「国務院による全国中小企業株式譲渡システムにかかわる問題の決定」の発表である。「決定」では、①新三板は、イノベーション型、創業型、成長型の中小企業の発展に寄与し、株式譲渡、エクイティファイナンス、デットファイナンス、M&Aなどによる資金調達を促進する、②株式上場基準を満たした登録会社は、証券取引所への上場申請が可能である、③中小企業の業績の変動性は大きく、リスクが比較的高い特徴に鑑み、個人投資家の参入条件を厳格化し、証券会社、保険会社、証券投資ファンド、プライベートエクイティファンド、ベンチャーキャピタルファンド、QFII

(適格域外機関投資家)、企業年金等の機関投資家中心の市場として育成する、ことなどが打ち出された。

国務院が新三板の発展にお墨付きを与えた事実は極めて重要であり、それから同システムの飛躍的な拡大が始まった。例えば、登録会社数は 2013 年末の 356 社から 2016 年末に 1 万社を超え、2017 年末には 11,630 社に急増したほどであった。

しかし、その後は一転して停滞期を迎えた。登録廃止企業が急増し、2019 年には 1,987 社を数えた。これは、①もともと新三板の登録企業は玉石混交であったが、企業数の急膨張により「石」が増え、登録基準に抵触する企業が急増したこと、②上海・深圳証券取引所への上場を出口と考える企業が多いが、新三板への登録は必要条件ではなく、登録のインセンティブが不足したこと、③資金調達機能が低下し、流動性も低水準にとどまっていたこと、などがその背景であった。

③について、増資による資金調達金額を見ると、2019 年は 2016 年のピークの 2 割程度に落ち込んだ。また、株式売買回転率は 2015 年に 53.9%となったが、2018 年以降は 1 ケタ台にとどまるなど、売買は不活発である。そもそも新三板での売買が認められたのは、①登録資本 500 万元以上の機関投資家、②出資総額 500 万元以上のパートナー企業、③投資信託、証券投資ファンドなどの金融商品・資産、④本人名義の前営業日終値の証券資産（除く信用取引）が 500 万元以上で、かつ 2 年以上の証券投資経験（もしくは金融・投資・財政・経済に関する専門的な知識か、トレーニング経験）を有する個人投資家、に限定されるなど、参入のハードルは極めて高かった。中国証券監督管理委員会（CSRC）によると、適格投資家数は 23 万にとどまっていた。

全国中小企業株式譲渡システム（新三板）の概況

	登録会社数 (社)	発行済株式数 (億株)	時価総額 (億元)	増資による株式発行			株式譲渡			
				発行回数 (回)	発行株数 (億株)	資金調達額 (億元)	売買高 (億株)	売買代金 (億元)	売買 回転率 (%)	PER (倍)
2006	10	5.77	—	—	—	—	0.16	0.83	—	—
2007	24	12.36	—	3	0.45	1.19	0.44	2.32	—	—
2008	41	18.86	—	5	0.56	2.46	0.54	2.95	—	—
2009	59	23.59	—	2	0.10	0.56	1.07	4.83	—	—
2010	74	26.90	—	8	0.69	3.58	0.70	4.19	—	—
2011	97	32.57	—	10	0.80	6.48	0.96	5.62	5.6	—
2012	200	55.27	336.10	24	1.93	8.59	1.15	5.84	4.5	20.7
2013	356	97.17	553.06	60	2.92	10.02	2.02	8.14	4.5	21.4
2014	1,572	658.35	4,591.42	330	26.60	134.08	22.82	130.36	19.7	35.3
2015	5,129	2,959.51	24,584.42	2,565	230.79	1,216.17	278.91	1,910.62	53.9	47.2
2016	10,163	5,851.55	40,558.11	2,940	294.61	1,390.89	363.63	1,912.29	20.7	28.7
2017	11,630	6,756.73	49,404.56	2,725	239.26	1,336.25	433.22	2,271.80	13.5	30.2
2018	10,691	6,324.53	34,487.26	1,402	123.83	604.43	236.29	888.01	5.3	20.9
2019	8,953	5,616.29	29,399.60	637	73.73	264.63	220.20	825.69	6.0	19.7
2020	8,187	5,335.28	26,542.31	716	74.54	338.50	260.42	1,294.64	9.9	21.1

(出所) 全国中小企業株式譲渡システム資料より大和総研作成

「新三板改革」と3つの市場区分

こうした状況を打開するために、中国共産党、国務院は2019年10月に、「新三板改革」を全面的に深化させる方針を発表した。具体的には、①不特定の適格投資家に対する株式の公開発行制度を導入し、第三者割当増資についても1度の増資で新たに増える株主を35名以内とする制限を撤廃する、②従来の基礎層、創新層という市場区分に加え、新たに精選層を設立する、③精選層の登録企業を証券取引所に直接上場させる制度を作る、④適格投資家の参入ハードルを下げる、⑤取引制度を改善し、精選層では連続オークション制度を導入する、などである。

上記①～③に関連して、新三板は、基礎層、創新層、精選層を設置し、新三板に12カ月以上登録した創新層企業は不特定の適格投資家に対して株式を公開発行して精選層に移行できるとした。

精選層の利益・収入要件などは、以下の4つのうち、いずれか1つを満たすこととされている。1. 時価総額は2億元以上、直近2年間の純利益はいずれも1,500万元以上、かつ加重平均ROEは8%以上、または直近1年の純利益は2,500万元以上、かつ加重平均ROEは8%以上であること、2. 時価総額は4億元以上、直近2年間の営業収入は平均で1億元以上、かつ直近1年の営業収入の成長率は30%以上、直近1年の営業活動によるキャッシュフローの純額がプラスであること、3. 時価総額は8億元以上、直近1年の営業収入は2億元以上、直近2年間のR&D投資額合計が営業収入合計に占める割合は8%以上であること、4. 時価総額は15億元以上、直近2年間のR&D投資額は合計で5,000万元以上であること。1.以外では利益要件は求められていない。

④について、証券・資金口座の残高の最低基準は、従来の500万元以上から、基礎層は200万元以上、創新層は150万元以上、精選層は100万元以上にハードルが引き下げられた。CSRCに

全国中小企業株式譲渡システム（新三板）の3つの市場区分

市場区分	取引方法	発行方式	適格投資家の要件	利益・収入要件など
精選層	連続オークション	公開発行、 第三者割当増資	申し込み前10営業日の証券・資金口座の1日平均残高（信用取引で借りた株式と資金は含まず）が100万元以上であること。2年以上の証券取引経験もしくは関連従業経験があること	・新三板での登録年数が1年以上である創新層の登録企業で以下の4つのうち、いずれか1つを満たすこと ①時価総額は2億元以上、直近2年間の純利益はいずれも1,500万元以上、かつ加重平均ROEは8%以上、または直近1年の純利益は2,500万元以上、かつ加重平均ROEは8%以上 ②時価総額は4億元以上、直近2年間の営業収入は平均で1億元以上、かつ直近1年の営業収入の成長率は30%以上、直近1年の営業活動によるキャッシュフローの純額はプラス ③時価総額は8億元以上、直近1年の営業収入は2億元以上、直近2年間のR&D投資額合計が営業収入合計に占める割合は8%以上 ④時価総額は15億元以上、直近2年間のR&D投資額は合計で5,000万元以上 ・その他に一般投資家の株式保有条件として、①直近年度末の純資産が5,000万元以上、②発行株式は100万株以上、発行対象は100人以上、③発行後の株式総額は3,000万元以上、④発行後の株主は200人以上、一般投資家の持株比率が25%以上、などがある
創新層	マーケットメイカー+ コールオークション (1日25回)	第三者割当増資	同上	・以下の3つのうち、いずれか1つを満たし、かつ直近期末の純資産がマイナスではないこと ①直近2年間の純利益が平均1,000万元以上、ROEが8%以上、株式数が2,000万株以上 ②直近2年間の営業収入が平均6,000万元以上、平均増加率が50%以上、株式数が2,000万株以上 ③直近60営業日の平均時価総額が6億元以上、株式数が5,000万株以上
基礎層	マーケットメイカー+ コールオークション (1日5回)	第三者割当増資	同平均残高が200万元以上であること。2年以上の証券取引経験もしくは関連従業経験があること	・利益・収入要件はなし

(出所) 全国中小企業株式譲渡システム資料より大和総研作成

よると、適格投資家数は従来の 23 万からそれぞれ、80 万、110 万、170 万に拡大したとされる。さらに、2021 年 9 月 17 日に創新層の基準は 100 万元以上に引き下げられた（北京証券取引所ではこのハードルは 50 万元以下に引き下げられ、適格投資家数は 400 万超となったとされる）。

北京証券取引所の設立と取引開始

こうして 2020 年 7 月 27 日に精選層が 32 銘柄でスタートを切った。2020 年末時点で精選層は 41 社（2021 年 11 月 12 日時点は 71 社）、創新層は 1,138 社（同 1,239 社）、基礎層は 7,008 社（同 5,863 社）で、合計は 8,187 社であった。全体では民営企業は 93%、中小企業は 94%、業種別には現代サービス業と先進製造業が合わせて 72%となっている。

さらに、習近平国家主席は、2021 年 9 月 2 日に北京市で開催した中国国際サービス貿易交易会においてスピーチし、その中で「新三板の改革を深化し、北京証券取引所を開設する」ことを表明した。その翌日には北京証券取引所の設立が正式に宣言されている。精選層企業がそのまま北京証券取引所の上場企業にスライドし、新三板登録企業の出口としての北京証券取引所への上場というルートが出来上がったのである。今後は、新三板の基礎層・創新層、そして北京証券取引所という 3 層構造が形成されることになった。

北京証券取引所が今後抱えるであろう問題は、2019 年 6 月に開設された上海証券取引所の「科創板」と同様となる¹。まずは、イノベーション型、創業型、成長型の中小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。さらに、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。北京証券取引所に 11 月 15 日に新規上場を果たした 10 社の株価が高騰したのは冒頭で見た通りである。人気化し投機的な値動きとなった銘柄が、ブーム一巡後に株価低迷の長期化を余儀なくされるのはよくある話である。北京証券取引所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。

さらに、深圳証券取引所の創業板や上海証券取引所の科創板との差別化をどう図るかという問題もある。もともと創業板の上場基準は、メインボードと科創板の中間に位置していたのだが、2020 年 8 月の規制緩和以降は、科創板と同様、利益要件は必須ではなくなった。ただし、地理的には、北京は華北地域、上海は華東地域、深圳は華南地域という棲み分けは可能かもしれない。

最後に、北京・上海・深圳証券市場の三つ巴のイノベーション重視の背景には、当然のことながら米中「ハイテク」摩擦の激化がある。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、中国国内での資金調達の意味が一段と高まったのである。その成否が米中「ハイテク覇権」争いの行方を左右するだけに、今後の動向が注目される。

¹ 詳しくは 2019 年 6 月 29 日付け大和総研レポート「中国：今、何故科創板なのか」
https://www.dir.co.jp/report/research/economics/china/20190626_020873.html を参照。