

2020年3月5日

経済レポート

中国経済レポート(No. 64)

市場主義改革の視点から見た科創板の意義

調査部 主任研究員 細尾 忠生

【目次】

1.	はじめに	p.1
2.	科創板設立の経緯・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	p.1
3.	科創板の意義・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	p.2
4.	科創板の2つの目的	р.3
5.	科創板の市況は安定の兆し ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	p.4
6.	モデルケースとなる深圳・創業板 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	р.5
7.	ベンチャー投資により新興企業は非上場で成長	р.6
8.	新興企業が中国の発展をけん引 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	p. 7



1. はじめに

中国で上海証券取引所に科創板が創設され約半年が経過した。

上海・科創板は、当初、上海の発展戦略の柱の一つとして、市場改革を通じた民間新興企業の資金調達支援を目的とされたが、制度設計を進めていく中で、ハイテク産業育成の国策に資するため、中国版ナスダックに育て上げるとの壮大な目標が掲げられた。

このような壮大な目標を実現するまでの道のりは遠いものの、当初の目的である資本市場改革を通じた民間 企業の資金調達支援については、ちょうど 10 年前に、同様の目的で創設された深圳・創業板の先行例を踏ま えると、まずますのスタートをきったと評価できるのではないか。以下で詳しく整理したい

2. 科創板設立の経緯

上海・科創板が公式の場で初めて言及されたのは、2018 年 11 月に開催された第 1 回中国国際輸入博覧会における習主席の基調演説においてであった。

演説では、世界経済が変革期に直面する中、中国は今後も開放政策を推進していくとした上で、特に博覧会が開催された上海に言及、上海発展の方向性として、①上海自由貿易区に規制を一段と緩和した新エリアを設置、②上海証券取引所に、新興企業を対象に上場審査を緩和した登録制による「科創板」を創設(演説の具体的な文言は「上海証券取引所に科学技術革新ボードを設置するとともに登録制の実験を進め、上海の国際金融センター、科学技術革新センターづくりを支援、資本市場の基礎制度をたえず完全にしていく(原典は新華社、訳出は日刊中国通信)」)。③長江デルタ地域の一体化を推進、一帯一路、京津冀(けいしんき)、粤港澳大湾区(えつこうおうだいわんく・グレーターベイエリア)と相互に連動させていく方針が示された(図表 1)。

このように、上海・科創板はもともと、改革開放政策を一段と推進していくうえで、上海を中心とする長江 デルタ地域を一つのけん引役とするための規制緩和策の柱として構想された経緯があった。

図表 1. 上海科創板の位置づけ ~習主席演説(第1回国際輸入博覧会)の概要~

世界経済の変革期に直面する中、改革開放を一段と推進特に、上海において:
①自由貿易特区でのさらなる規制緩和②上海証取に科創板を創設
③長江デルタ地域の一体化

(出所)新華社による演説全文(訳出は日刊中国通信)をもとにMURC調査部作成



3. 科創板の意義

上海・科創板の創設(案)は、その後、2019年1月の「党中央全面深化改革委員会(第6回)」で機関決定された。

同委員会は第一議題で習主席が重要演説を行い、「第 11 期三中全会(1978 年 12 月)は時代を画し、改革・開放と社会主義近代化建設の歴史的な新たな時期を開いた。第 18 期三中全会(2013 年 11 月)も時代を画し、全面的改革深化と系統的全体設計による改革推進の新時代を開き、わが国の改革・開放の新しい局面を開いた。(中略)困難な問題に挑戦し、一つ一つ成し遂げ、18 期三中全会で決まった改革の任務を全面的に達成するための決定的基礎を固めなければならない(原典・訳出は同上)。」とし、第 18 期三中全会の意義にあらためて言及された。

広く知られる通り、中国共産党にとって各期(5年ごと)の三中全会は、経済政策の基本方針を決定する最重要会議であり、習政権で初めて開催された第 18期三中全会(13年11月開催)では、市場メカニズムに基づく改革の方向性が示された(「改革の全面的深化における若干の重大問題に関する中共中央の決定」)。当時は、発足したばかりの政権内の力学認識が不十分で、本当は習主席主導であるのに李首相主導による改革(リコノミクス)と誤解された形で改革期待が広がった。

その後の習政権による経済政策は、市場メカニズムの活用よりも、統制色を強める印象があり、欧米の専門家の間では、第18期三中全会の意義が形骸化しているとの批判が絶えない。しかし、「党中央全面深化改革委員会(第6回)」で第18期三中全会の意義に言及されたとおり、独自の方法論とスピードで、いわば中国流の市場メカニズム改革を推進する方針が明確に示されている。

その上で、第二議題で上海・科創板の創設が審議され、「上海証取の科学イノベーションボード開設と登録制試行は、イノベーション駆動発展戦略を実施し、資本市場改革を深める重要な措置。資本市場の科学技術イノベーション企業に対する包摂性を高め(=資本市場がテクノロジー分野の新興企業にとり使い勝手の良いものにし:筆者注)、基幹コア技術イノベーション支援に力を入れ、実体経済に寄与する能力を高めなければならない(出典・訳出は同上)。」とされた。

このように、新興企業を対象に上場基準を緩和する資本市場改革を進め、資本市場を通じた資金調達を支援していく意義が示されている。

習政権下で創設された重要会議である「党中央全面深化改革委員会(第 6 回)」で、市場改革を志向する三中全会の意義を確認した上で、上海・科創板の創設による資本市場改革が承認されたことは、上海・科創板の設立意義を示すものとして注目される。

図表 2. 上海・科創板の意義 ~党中央全面深化改革委員会(第6回)の概要~

①第18期三中全会の意義を確認

- ・市場メカニズムに基づく改革深化を重視
- ②上海・科創板の創設
 - ・資本市場改革による新興テクノロジー企業の資金調達を支援

(出所)新華社(訳出は日刊中国通信)をもとにMURC調査部作成



4. 科創板の2つの目的

「党中央全面深化改革委員会(第6回)」での決定を受けて、中国証券監督管理委員会(証監会)、上海証券取引所(上海証取)はそれぞれ具体的な制度設計を進めた。

まず、証監会は2019年1月30日、「科創板開設と上場企業の登録制試行に向けた改革プラン」を発表、「新世代情報技術、ハイエンド装置、新材料、新エネルギー、省エネ・環境保護、バイオ医薬などハイテク産業を重点的に支援(出典・訳出は同上、以下抜粋も同様)」するとした。この業種区分は当局が上場を促したい業種を示唆するほか、上海・科創板の公式統計で現在も用いられている。

一方、上海証取は「科創板開設と上場企業の登録制試行に関する6項目の付帯規則」を公表、1月30日からパブリックコメントを実施、2月には165の金融関連企業を招き座談会を開催、制度構築をめぐり意見聴取を行った。意見聴取では、「国の革新駆動発展戦略への貢献をサポートすべき」との意見が示されたことが注目された。

こうした過程を経て 6 月 13 日に上海・科創板が創設され、創設式で証監会の易会満主席は上海・科創板の 2 つの目的を強調した。

一つは、前節で紹介した市場メカニズムに基づく改革推進であり、「資本市場の全面的深化を牽引、規範性、透明性、開放性、活力、強靭性を持つ資本市場の構築に努める」としたことである。7月22日の取引開始時に上海証取が公表した声明も、「資本市場の全面的改革深化の全く新しい模索」と同様の趣旨を表明していた。

もう一つは、「国家戦略に適い、基幹・コア技術を突破し、市場の認知度が高い科学技術イノベーション企業 がよくなり強くなり、大きく発展するのを重点的に支援しなければならない」としたことである。

さらに、取引開始の7月22日に新華社が掲載した論説は、上海・科創板は、「『国の重大ニーズに向き合う』 厳密な位置づけを与えられ、主に『国の戦略に合致し、重要コア技術でブレークスルーを達成、市場の認知度 が高い』テクノロジー企業に奉仕するためのもの」としている。

以上のように、易主席演説や新華社の論説によれば、上海・科創板の創設には、資本市場改革と国策推進と う2つの目的を併せ持つことが示されている。

上海・科創板は商いが低迷、国策推進のための官製市場として失敗との厳しい評価が相次ぐが、こうした評価は上海・科創板の2つの目的のうち国策推進についてなされたものにすぎない。資本市場に新市場を創設すれば、国策に合致した企業がすぐに誕生することは、日本、米国でもありえないであろう。むしろ、本稿では、新興企業が利用しやすい資本市場が創設され、資金調達環境の改善が期待されることを、中国の市場メカニズムに基づく改革推進の一例として、前向きに評価すべきではないかと考える。

図表 3. 上海・科創板の目的

①ハイテク産業育成の国策を推進

・新世代情報技術、ハイエンド装置、新材料等を重点的に支援

②資本市場改革を推進

・上場基準を緩和した新市場創設で新興企業の資金調達を支援

(出所) 各種資料をもとにMURC調査部作成



5. 科創板の市況は安定化の兆し

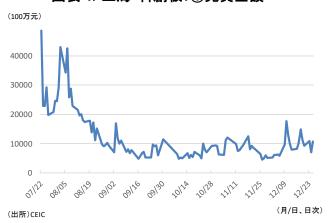
上海・科創板を市場主義改革の一環として前向きに評価すべきと考える理由が2つある。

第一に、取引開始直後には、政府の後押しを当て込んだとみられる買い注文が殺到し、各銘柄の株価が急騰するといった派手なスタートを切ったものの、すぐに勢いが息切れし、その後は取引が急速に減少するといった混乱を経たが、このところ、科創板市場全体にようやく落ち着きが見られるようになったことである。

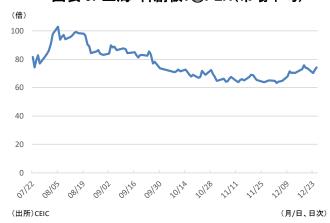
売買金額は、一時は40億元(約640億円)程度まで減少していたが、このところ100億元(約1600億円)を上回る水準で安定している(図表4)。取引開始当初に比べると低水準だが減少傾向には歯止めがかかった。取引開始直後はある意味で異常な熱気が充満していたが、足元の水準が決して低調なわけではない。

取引金額の安定にともない、株価の適正水準の目安となる PER も落ち着きを示し始めている。中国では上場審査の際に当局が PER23 倍を一つの目安としているとされる。一方、上海・科創板の上場企業には収益が赤字の企業も多く、市場平均でみた PER は足元でも非常に高水準にある。もっとも、取引開始直後に株価が急騰し、一時は 100 倍を超えていた水準と比べると、落ち着きを示し始めていると言えよう (図表 5)。

図表 4. 上海・科創板: ①売買金額



図表 5. 上海·科創板: ②PER(市場平均)



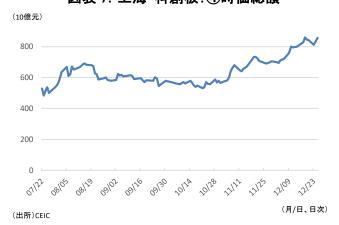
なお、上海・科創板への上場企業数は、取引当初は25社でスタートしたが、直近は65社まで増加した (図表6)。上場企業数の増加と市況の安定により、全体の時価総額は8600億元程度(約13兆円)に増加しており、一社当たりの単純平均では約130億元程度(約2000億円)と、日本の基準では、中小企業より一回り大きい中堅企業クラスであることが分かる(図表7)。

図表 6. 上海・科創板: ③上場企業数

新世代情報技術	24
バイオ医薬	16
ハイエンド装置	14
新材料	8
新エネルギー	1
その他	2
合計	65

(出所)上海証券取引所

図表 7. 上海・科創板: ④時価総額



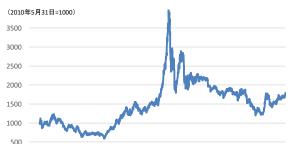


6. モデルケースとなる深圳・創業板

上海・科創板を資本市場改革の一環として前向きに評価すべきと考える第二の理由は、ちょうど 10 年前に発足した深圳・創業板を上海・科創板のモデルケースとみることができることである。

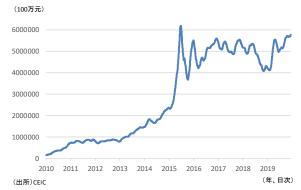
深圳・創業板も上海・科創板と同様「中国版ナスダック」と称され民営企業の成長促進が期待されながら、 発足直後に官製市場への過剰な期待から過熱し、その後すぐに市況が冷え込んだが、2015年の株式ブームが崩壊した後も、発足当初より高い水準で市況が安定した実績がある(図表8~11)。

この結果、深圳・創業板での新興企業の資金調達額は、2018年の合計額でみると1000億元程度(約1.6兆円、図表12の月次の調達額を年間合計)と、新興企業の貴重な資金調達の場となった。中国では民間企業の資金調達難が問題となる中、新興企業向けの資本市場育成は、持続的な成長のための重要な課題であり、上海・科創板が深圳・創業板の後に続くことが期待されよう。



図表 8. 深圳・創業板:①株価指数

図表 9. 深圳・創業板:②時価総額



図表 10. 深圳・創業板:③売買金額

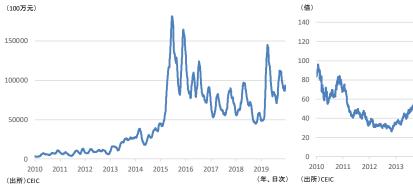
2015 2016

2011 2012 2013 2014

2010

(出所)CFIC

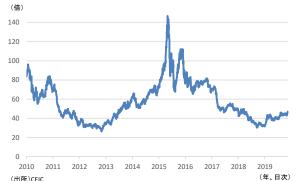
図表 11. 深圳·創業板:④PER(市場平均)



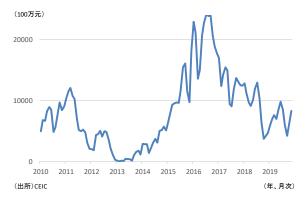
2017

2018 2019

(年、日次)



図表 12. 深圳・創業板:⑤資金調達額(月次データ)





7. ベンチャー投資により新興企業は非上場で成長

4節でみた上海・科創板の2つの目的のうち、これまで市場主義改革の視点から上海・科創板の意義を整理 した。最後に、もう一つの目的である産業育成の国策推進の目的に関連し、中国にとどまらず世界的にみられ る新しい傾向を整理したい。

すなわち、ハイテク分野の成長企業が非上場で存在感を増していることである。その背景には、ベンチャー 投資がバブル的な拡大をみせている。ベンチャー投資資金が、資本市場の外で成長企業を生み出す構図が世界 的に強まっており、特に、米国と中国で新興企業(ベンチャー企業)の躍進が著しい。

こうした背景には、金融市場の投資家が直面する事情がある。金融投資の区分では、株式や債券への投資は「コンベンショナル・インベストメント(伝統的な投資)」と呼ばれるのに対し、近年、運用難の下、より高い利回りを求める「オルタナティブ投資(代替的な投資)」と呼ばれる不動産投資やヘッジファンド投資などの投資家の運用比率が高まっている。この「オルタナティブ投資」の一つに、「プライベート・エクイティ投資」と呼ばれる分野がある。株式市場に上場する公開企業への投資を「パブリック・エクイティ投資」と呼ぶのに対し、未上場の非公開企業に投資するのが「プライベート・エクイティ投資」であり、主に、バイ・アウト投資(企業買収への投資)とベンチャー投資(新興企業(ベンチャー企業)投資)がある。

「オルタナティブ投資」の一つである「プライベート・エクイティ投資」の拡大にともない、ベンチャー投資が増加傾向にあり、かつては、大手銀行や証券会社の関連会社とごく一部のベンチャー投資専門会社だけで構成されていた投資分野に、近年、機関投資家の資金が大量に流入し、バブル的な様相も強まっている。このため、非公開企業として高いバリュエーション(企業価値)で値付けされていた企業が、実際に株式を公開し上場企業になってみると、企業価値が急減するケースが相次ぎ問題にもなった。

中国のベンチャー投資は、金額、件数ともに 2014 年ごろから増加傾向が鮮明となり、2018 年に 923 億ドル (約 10.1 兆円)とピークを付けたが、デレバレッジ政策の一環で 2018 年後半から減少に転じたため、中国の新興企業 (ベンチャー企業)の一時の勢いにも陰りが指摘されるようになった。もっとも、直近のデータによると足元で底入れの兆しがみられる (以上図表 13)。



図表 13. 中国のベンチャー投資

(注) 図中の値は、海外投資家が実施した対中ベンチャー投資と、中国の投資家が主に 元建てで行ったベンチャー投資の米ドル換算額の合計

(出所) 中国ベンチャーキャピタル協会



8. 新興企業が中国の発展を牽引

注目すべきは、中国経済の存在感の高まりと、中国の新興企業 (ベンチャー企業) の勃興が、軌を一にしていることである。人民元ショック後の 2017 年頃からすでに「BAT」として注目されていた企業の中で、特に、アリババ、テンセントの存在感の大きさが注目されるようになり、日本企業の深圳・杭州への視察が相次いだ。また、その他の特色ある多くの新興企業 (ベンチャー企業) も注目を集めるようになった。

これら企業のイノベーション努力が実ったことが重要であり、巨大な国内市場が成長促進に役立ったことは 事実だが、ベンチャー投資の拡大という資金面での背景も見逃せない要件であった。

足元の中国景気は停滞色を強めているが、ひとたび回復に転じれば、中国経済そのものへの関心とともに、 成長著しい個別企業への注目もあらためて高まることが予想される。

成長著しい非公開企業の中でも、評価額が10億ドル超の企業は「ユニコーン」として注目されているが、世界のユニコーン企業上位10社のうち中国企業が4社を占めている(図表13)。また、ユニコーンを卒業し2018年以降に上場企業となった中国企業は市場から高い評価を受けている(図表14)。

四衣 13. 世外のユーコーノ正来									
	企業名	国籍	事業内容	時価総額(億ドル)					
1	バイトダンス	中国	動画投稿	750					
2	滴滴出行	中国	配車サービス	560					
3	ジュールラブズ	米国	電子たばこ	500					
4	スペースX	米国	宇宙開発	333					
5	ストライプ	米国	フィンテック	353					
6	エアビーアンドビー	米国	民泊仲介	350					
7	快手	中国	動画投稿	180					
8	ワン97	インド	フィンテック	160					
9	エピックゲーム	米国	ゲーム	150					
10	ILD	中国	ドローン	150					

図表 13. 世界のユニコーン企業

図表 14. 2018 年以降に上場した中国のユニコーン企業

企業名	呼称	事業内容	上場先	時価総額(億ドル)
美団点評	メイチュアン・ディアンピン	出前アプリ	香港	674
拼多多	ピンドゥオドゥオ	Eコマース	NASDAQ	442
小米	小米 シャオミー 携帯電		香港	358
寧徳時代新能源科技	CATL	リチウムイオン電池製造	深圳	287
腾讯音楽	テンセントミュージック	音楽配信	NYSE	191
愛奇芸	アイチーイー	動画共有サイトアプリ	NASDAQ	154

⁽注) 時価総額は12月23日の値

以上

⁽注) 時価総額は12月の値

⁽出所) CB INSIGHTS

⁽出所) 各種資料よりMURC調査部作成





- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご 自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。