

上海のベンチャー金融システム



株式会社野村資本市場研究所
北京首席代表
関根 栄一

1. 上海の国際金融センターとしての地位向上

2019年9月19日、ロンドン市は、経済協力開発機構(OECD)などによる指数を用いた評価とアンケートに基づく評価を組み合わせた世界金融センター指数(Global Financial Centres Index、略称GFCI)の第26回目の調査結果(GFCI26)を公表した。GFCI26によれば、第1位がニューヨーク(790点)、第2位がロンドン(773点)、第3位が香港(771点)である一方、上海は世界第5位と前回と同順位を維持し、点数は前回の770から761へと9点減少したものの、2019年3月のGFCI25以来、2回連続、東京の順位を上回った(図表1)。

上海の国際金融センターとしての地位向上が続いてはいるものの、中国全体の金融仲介は引き続き銀行中心であり、株式市場でも、売買は個人投資家が8割以

上を占め、外国人投資家の参加比率も2019年9月末時点で3.2%に過ぎない。中国経済がイノベーション主導の成長モデルに転換していくうえで、2019年10月の中国共産党第19回党大会の政治報告に盛り込んだ①直接金融の比率の引き上げと、②多様な資本市場の健全な発展の促進を、上海市政府だけでなく、中央政府も、上海の国際金融センター化の加速によって、かつ時間軸を設定して実現しようとし始めている。この動きは、特に2019年に入ってから顕著になってきている。

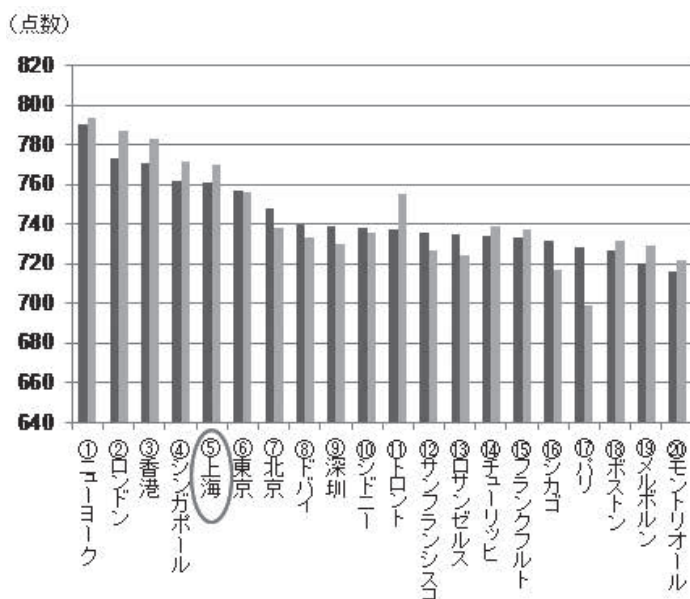
2. イノベーション促進と国際金融センター化を結びつけた政策

(1) 中央政府レベルの政策

2019年1月31日、中国人民銀行等の中央政府は、2018年に遡及する形にはなるものの、向こう3年間の「上海国際金融センター建設行動プラン(2018-2020年)」を公表した。同プランは、2016年から2020年までの第13次5カ年計画、金融分野の第13次5カ年計画である「第13次5カ年計画における現代金融体系計画」、2009年4月に国務院から公表された上海国際金融センター構想などの政策の考え方を踏まえ、中国人民銀行以外に、国家発展改革委員会、科学技術部、工業・情報化部、財政部、中国銀行保険監督管理委員会、中国証券監督管理委員会(証監会)、国家外為管理局の合計8部門が共同で制定し、上海市政府に下達したものである。

原文に基づく、同プランでは、2020年までに上海が、①人民元建て商品が主導する形で、金融資源の比較的強い配分能力と拡散能力を有したグローバルな金融市場としての地位を確立し、②公平で法に基づき、イノベーションと高

図表1 GFCI 26 (2019年9月)



出所: "The Global Financial Centers Index 26" より野村資本市場研究所作成

い効率性を有し、透明で開放的な金融サービス体系を基本的に形成し、③中国の経済的実力と人民元の国際的地位に相応しい国際金融センターを基本的に建設し、グローバル金融センターの上位に入ることを目標としている。

同プランの内容のうち、金融仲介における直接金融の拡大に向けて、以下のような方向性が出ている。まず、発行市場のうち、株式市場では、上海証券取引所に新興市場を設け、株式発行登録制度を実験としている。この新興市場は、「科学技術・創業板」、略して「科創板」と呼ばれている（後述）。

次に、資産運用市場の整備や対外開放では、銀行の資産管理子会社の上海への本部誘致、海外からの私募ファンドとしての適格海外有限責任組合（QFLP）のテストの拡大が盛り込まれている。

（2）上海市政府としての政策

①イノベーションの推進を同時に追求

2020年までの行動プランには、「国家の発展戦略に注目し、金融業の実体経済へのサービス提供能力を強化する」という方向性のひとつとして、上海の科学技術革新センターの建設への支援を強化するとの項目がある。これは、2018年11月の第1回中国国際輸入博覧会において、習近平国家主席がスピーチの中で発表した「上海証券取引所で科創板を設立し、同時に登録制の実験を行って、上海国際金融センターおよび科学技術革新センターの建設を支援し、資本市場の基礎制度を絶えず改善する」という内容を反映したものと思われる。

行動プランでは、イノベーション主導発展戦略を徹底的に実施し、戦略的新興産業の発展と製造強国の建設を支援するとしうえで、次世代情報技術（IT）、ハイエンド設備、新素材、バイオメディカル、スマート製造、シェアリングエコノミー、コンピューターグラフィクス等の重点産業への金融支援を強化としている。

②上海発のイノベーションを重視

2020年までの行動プランを受け、上海市政府は、金融およびイノベーション面で、2019年以降、順次、以下のような政策を中央政府の方針と呼応する形で打ち出している。

1つ目が、2019年3月20日に制定された「科学技術体制メカニズム改革の深化と科学技術革新センターの本拠地としての能力の強化をさらに進めるための意見」である。この意見は、2020年までのイノベーショ

ンに関するエコシステムの早期形成と、2035年までのグローバルな影響力を有するセンター形成の二段階から目標時期が設定されている。

金融面のうち、発行市場では、「多様な資本市場を発展させ、上海証券取引所での科創板の設立と登録制の実験を契機として、優良な科学技術革新企業の上場を支援する」とした。イノベーションの推進と科創板の創設とを中長期的に結びつけて上海市が位置づけていることがわかる。また、イノベーションへの直接金融を通じた投資資金については、①政府誘導基金の運用制度を改革し、市場化された創業投資基金（ベンチャーキャピタルファンド）を大きく発展させること、②国内外の投資機関が創業投資基金を組成するのを奨励し、グローバルな科学技術革新に向けた資源の発掘・育成メカニズムを構築すること、を盛り込んでい。前者では上海市政府が設立した上海市創業投資誘導基金（Venture Capital Guiding Fund of Shanghai、略称 VCGFSH）が代表的存在であり、後者ではVCGFSHが出資する上海双创投資中心（有限責任組合）（略称SHiVC）が上海にある。

③上海でのイノベーション向け投資を促進

2つ目が、2019年7月30日に制定された「上海での創業投資の持続的かつ健全で質の高い発展の促進に関する若干の意見」である。この意見は、創業投資を奨励・支援し、エンジェル投資を推進し、イノベーションや起業への支援の役割を十分に発揮させることを目的に制定されたものである。

この意見は、①政府投資基金の役割、②創業投資と先進的な金融技術の連動、③創業投資と産業発展の推進、④人材政策の強化の4分野、合計20条から構成される。上記4分野のうち、第2番目の中にある創業投資企業の資金調達ルートの多様化では、自由貿易試験区（FTZ）における特別口座、いわゆるFT（自由貿易）口座の活用が盛り込まれている。具体的には、第一に、金融機関がFT口座を通じて、科学技術革新企業のために創業投資資金を調達したり、海外からファイナンスを行ったりと、国境を越えた金融サービスを提供するのを支援するとしている。第二に、金融機関がFT口座を通じ、海外の創業投資家が中国国内の科学技術革新企業への投資を行うための決済業務を提供するのを支援するとしている。

④全国の科学技術革新企業の資金調達を上海が支援

3つ目が、2019年7月31日に制定された「資本市場の役割に注目し発揮させ、上海市の科学技術革新企

業の質・量の高成長を促進することに関する実施意見」である。この意見は、向こう5年間で、上海が、全国の科学技術創新企業の重要な投融資センター化するよう支援するとしている。実施意見は、①インキュベーター機能の拡大、②科学技術創新企業の株式会社化と上場支援、③要素資源の吸収・集中、④エコシステムの持続的最適化の4分野、合計18項目から構成される。

科学技術創業企業の資本市場を通じた資金調達という意味では、科創板の活用のほか、店頭市場の活用も盛り込まれている。また、機関投資家による投資促進という観点からは、今後、連続3年間、毎年財政資金を10億元追加支出するという方針のもと、上海市創業投資誘導基金等を通じて、シード段階やスタートアップ段階の中小の科学技術創新企業への投資を拡大するとしている。実施意見では、最終的に、上海において数万のハイテク企業、1000社の上場予備軍、100社のリーディング企業を育成することが目標に設定されている。

3. 「科創板」の創設と上場開始

上海の国際金融センター化の加速とイノベーションの促進とを結びつけた取り組みの目玉が、「科創板」の創設である。科創板の英文の正式名称は「Science and Technology Innovation Board」、略称は英文の各単語の鍵となる文字を取って「STAR」と命名されている。

科創板での上場対象業種としては、①次世代IT（情報技術）、ハイエンド設備、新素材、新エネルギー、省エネルギー・環境保護、バイオメディカルといったハイテク・戦略的新興産業に属する企業、②インターネット、ビッグデータ、クラウドコンピューティング、AI（人工知能）と製造業を高度に融合する企業、の2種類を想定している。2019年7月22日、イノベーション型企業の第一陣25社の上場を機に、同年8月から9月25日までに、新たに5社が上場している。2019年10月10日現在、上場している計30社の業種の内訳は、「コンピューター、通信、その他電子設備製造業」が10社、「専用設備製造業」が8社、「鉄道、船舶、航空・宇宙、その他運輸設備製造業」が3社、「ソフトウェア、情報技術サービス業」が4社、「非鉄金属精錬・圧延加工業」、「計測機器製造業」、「汎用設備製造業」、「医薬製造業」、「化学原料および化学製品製造業」が各1社となっている。

4. 科創板の特徴

(1) 上場要件の緩和の実験

中国で株式の公開発行を行う場合、「証券法」の規定により、発行体の資格、財務および会計について条件が課せられている。また、中国の株式市場は、上海・深圳取引所のメインボード（東証一部に相当）、深圳証券取引所の中小企業板（東証二部に相当）、深圳証券取引所の創業板（マザーズに相当）と、発行体の規模に応じて、証監会が定める管理弁法によって、ボードごとにさらに詳細な条件が課せられている。発行体の資格は、設立後、営業期間が3年以上の株式有限会社という点では共通であるが、財務および会計では、たとえばメインボードの場合、①直近3年の純利益が黒字で、累計で3000万元を超えていること、②直近3年のキャッシュフローの累計が5000万元を超えていること、または、直近3年の累計営業収入が3億元を超えていること、③発行前の資本金が3000万元を下回らないこと、といった条件が課せられている。また、新興市場としての創業板の場合では、①直近2年連続黒字で、直近2年間の累計純資産が1000万元を下回らない、または、直近1年間で黒字で直近1年間の営業収入が5000万元を下回らない、②発行後の資本金が3000万元を下回らない、③直近期末の純資産が2000万元を下回らない、といった条件が課せられており、上場申請時点では赤字でも、将来性のある有望なイノベーション型企業の上場はできない仕組みとなっている。

これらに対し、科創板では、①純資産の要件がなく、②予想時価総額で財務条件を設定していることが特徴である。また、予想時価総額が15億元以上の場合、純利益が赤字でも上場を可能としている。その分、発行体の資格では、中核技術者の存在を重視していることも特徴である。

(2) 株式発行登録制度改革の実験

中国で株式の公開発行を行う場合、他の先進国とは異なり、政府の審査・認可が必要な仕組みとなっている。具体的には、「証券法」の21条から22条に規定されている通り、発行体は申請書類を証監会に提出し、同会の審査・認可を経て、株式の公開発行を行うことができる。これは、資本市場を通じた資金調達を政府が発行体に割り当てるといった計画的手法の考え方を取っているもので、資本市場が本来的に備えている市場メカニズムを使った資金調達ではない。このため、2012年11月の中国共産党第18回党大会での習近平指

導部発足後の2013年11月の中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議で採択された改革プランでは、資源配分において市場が決定的な役割を發揮することを目的として、株式市場では、現在の政府による発行認可制度から発行登録制度への移行の方向性を確認している。

また、現在の発行認可制度のもとでは、証券法24条に規定されているように、証監会が申請書類を受理した日から3カ月以内に認可の可否を決定しなければならないが、申請書類の補充や修正を行う時間は当該期間に含めないとされている。証監会の認可に加えて、証券の上場取引については、証券法48条に規定されているように、発行体は証券取引所に申請書類を提出し、取引所の審査を受けなければならない。このため、発行体にとっては、発行枠の割り当てから、実際の証監会や証券取引所の審査・認可が終了するまでに、少なくとも1年以上かけて取り組まなければならない作業となっていたのが実態であった。

これに対し、科創板の発行登録制度のもとでは、まず発行体は、申請書類を上海証券取引所に提出し、取引所は質問形式で書類の内容を確認する。取引所が受理した場合は、5営業日以内に登録の可否を判断し、かつ受理日から3カ月以内に審査意見を出さなくてはならない。取引所内では、「科技創新諮詢委員会」が申請書受付時の確認を、「科創板株式上場委員会」が申請書受理後の審査をそれぞれ支援する仕組みとなっている。

次に、上海証券取引所が承認した場合、同取引所は、証監会に関連書類を提出し、証監会は20営業日以内に登録の可否を判断しなければならない。証監会が登録を受理した場合、登録書類は1年間有効となっている。

科創板の発行登録制度は、まだ実験段階であるため、証券取引所での登録に加え、証監会の登録も必要という二重登録制度にはなっているものの、申請書類の受付から登録まで、順調にいけば最短で4カ月強で手続きが済むこととなる。イノベーション型企業が、新たなビジネスモデルに基づく商品や手法を市場に投入するためには、初期投資が必要であり、資金調達のタイミングが極めて重要である。

5. 投資家層の特徴

科創板では、外国人投資家としての適格外国機関投資家（QFII）を含む機関投資家や、一定の要件を満たした個人投資家から成る適格投資家制度が採用されている。イノベーション型企業の成長には、株式を上場する前の、①シード（起業の準備段階）、②アーリー（研究開発や設備投資に多額の資金を必要とする時期）、③ミドル（事業が少しずつ軌道に乗ってくる時期）、④レイター（株式上場を検討する時期）の各段階を経ていくことになるが、各段階の特徴に応じたリスクキャピタルを供給するのが、機関投資家の中でも私募ファンドである。

中国のファンド業界の自主規制管理機関である中国証券投資基金業協会の統計によれば、2019年8月末時点の私募ファンドの発行残高を管理者の登録地域別に見ると（上位5地域を抜粋）、上海は、私募ファンド管理者数で全国1位の4727社（全体の19.4%）、私募ファンド管理商品数で全国1位の2万1968商品（同27.7%）、私募ファンド管理残高で全国2位の2兆8616億元（同21.4%）となっている（図表2）。同じイノベーションでも、深圳は改革開放から始まった民間主導、北京は中央の研究機関や大学による主導という特徴がある。一方、上海は、私募ファンド主導のリスクキャピタルの供給という特徴を活かし、これまで海外での上場を志向してきたイノベーション型企業の中国版ナスダックとも言える科創板での上場を支えていけるかどうか、上海発のイノベーションの成否を握っていくこととなる。

図表2 私募ファンド管理者の登録地域別動向（2019年8月末）

順位	地域名	私募ファンド 管理者		管理商品数		管理残高	
		(社)	割合 (%)	(本)	割合 (%)	(億元)	割合 (%)
1	上海	4,727	19.4	21,968	27.7	28,616	21.4
2	深圳	4,569	18.8	13,944	17.6	17,988	13.4
3	北京	4,364	17.9	13,767	17.4	31,446	23.5
4	浙江（寧波を除く）	2,054	8.4	6,470	8.2	7,926	5.9
5	広東（深圳を除く）	1,669	6.8	5,035	6.4	6,528	4.9
	合計	24,368	100.0	79,218	100.0	133,773	100.0

出所：中国証券投資基金業協会より野村資本市場研究所作成