

第三回中国金融研究会

科創板(Science and technology innovation board)SSE STAR Marketについて

株式会社 大和総研
主席研究員 齋藤 尚登
2019年6月18日

急ピッチで進む「科創板」開設準備－2019年6月13日に正式に開設

◎急ピッチで進む「科創板」開設準備

- 2018年11月5日、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
- 2019年1月28日、中国証券監督管理委員会(CSRC)「上海証券取引所に科創板を設立し、試験的に登録制を実施することに関する意見」の発表
- 2019年3月1日に、いわゆる2+6を発表
[CSRC](#)「科創板IPO株式登録管理方法(試行)」、「科創板上場会社持続監督管理方法(試行)」、[上海証券取引所](#)「上海証券取引所科創板株式上場規則」、「上海証券取引所科創板株式発行上場審査規則」、「上海証券取引所科創板株式発行上場申請書類受理手引」、「上海証券取引所科創板上場推薦書内容・格式手引」、「上海証券取引所科学技術イノベーション諮問委員会活動規則」、「上海証券取引所科創板株式上場委員会管理方法」の発表
- 2019年3月3日、上海証券取引所「上海証券取引所科創板企業上場推薦手引」の発表
- 2019年4月16日、上海証券取引所「上海証券取引所科創板株式発行・引受業務手引」の発表

◎2019年6月13日に正式に開設

何故、今、科創板なのか？

◎ 何故、今、科創板なのか？

○ 国家の最重要戦略としての「イノベーション」

- 2016年～2020年の第13次5ヵ年計画では、「イノベーション、協調、グリーン(エコ)、開放、共有」の「5つの発展理念」を掲げる。筆頭は「イノベーション」
- 2015年5月に「中国製造2025」を発表
- 2015年6月に上海証券取引所に「戦略的新興産業ボード」を創設する構想を発表

○ 米中摩擦の激化、とりわけ米中「ハイテク」摩擦の激化。資金需要増加をサポート

○ 民営企業の資金調達難の深刻化

◎ 科創板の位置付け

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。重点は新世代情報技術、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、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。ミドル・ハイエンド消費をリードし、質・効率・牽引力の革新を推進

123社が上海証券取引所に上場申請を行う

◎2019年6月17日時点で123社が上海証券取引所に上場申請を行う

- 上海証券取引所による上場審査受理段階は13社、受理後諮問中は100社、審査通過は3社、登録申請は6社、審査中止は1社。審査を通過した3社は、瀾起科技(上海市)、北京天宜上佳高新材料(北京市)、浙江杭可科技(浙江省)。登録申請をした6社は、煙台睿創微納技術(山東省)、福建福光(福建省)、蘇州華興源創科技(江蘇省)、蘇州天准科技(江蘇省)、安集微電子科技(上海)(上海市)、深圳微芯バイオテクノロジー(広東省)
- 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(24社)、特殊設備製造業(23社)、医薬製造業(16社)、化学原料・化学製品製造業(5社)に属する企業が多い
- ほとんどが民営企業。明らかな国有企業は6社、一部出資は3社
- 企業の登記地は、北京市(26社)、江蘇省(21社)、上海市(18社)、広東省(17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
- 1社当たりの平均資金調達予定額は9.5億元(約150億円)。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1,653億円)、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)

科創板の特徴的な制度設計(その1) 登録制の導入

◎ **科創板の特徴的な制度設計**

○ **上場における「登録制」の導入**

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」。科創板では「登録制」を試験的に導入

科創板では上海証券取引所の**科創板株式上場委員会**が審査を行い、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。**ハイテク・イノベーション諮問委員会**は、発行人がハイテク・イノベーションの属性を有するか、科創板の位置付けに符合するのかなどの判断を専門家の立場で行う。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

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

○ **緩和された上場基準**

利益基準が必須でないことが最大の特徴。5つの基準のうちいずれか1つを満たせばよい

科創板の特徴的な制度設計(その2) 科創板の上場基準

科創板、メインボード・中小企業ボード、創業ボードの上場基準

科創板 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、採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。	
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。その他の科創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、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。
	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

科創板の特徴的な制度設計(その3-1) より厳格化された上場廃止

◎ より厳格化された上場廃止

○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、上場廃止リスクの警告(例:2年連続の赤字)⇒上場暫定停止(3年連続の赤字)⇒上場廃止(4年連続の赤字)というステップ。科創板に「上場暫定停止」は存在せず

◎ 科創板における上場廃止リスクの警告

【財務】

- 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1億元以下となった場合、
- ②純資産が赤字となった場合、
- 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

【株式取引】

- 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、

科創板の特徴的な制度設計(その3-2) より厳格化された上場廃止

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3億元以下となった場合、

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

◎科創板における上場廃止基準

【財務】

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】

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

科創板の特徴的な制度設計(その4) 多議決権種類株の導入など

○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。このため、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

この他、推薦機関(スポンサー)、企業の高級管理者・コア従業員、その他の戦略投資家による戦略投資もある

○レッド・チップス等の国内回帰

登記先が海外である中国国内企業のうち、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)を科創板に上場することが可能。ちなみに、科創板への上場申請を行った「九号ロボット」社の登録地はケイマン諸島であるが、この上場申請は審査中止に

○上場後の値幅制限の緩和

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(参考: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)

科創板の特徴的な制度設計(その5) 市場参加者の資格条件など

○市場参加者の資格条件

投資リスクの高さに鑑み、市場参加者には条件。具体的には、取引資産は50万元(約787万円)以上、取引経験は2年以上の投資家のみ科創板での取引が可能

○市場の流動性の確保について

中国の店頭登録市場である「新三板」は深刻な流動性不足が問題。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99.8%が個人口座。このうち保有資産50万元以上の口座は全体の14.4%であり、さらに一般法人(0.1%)、機関投資家(0.1%)を加えても全体の14.6%程度。多くの個人投資家が取引に参加できないことから、科創板の流動性を疑問視する向きも

しかし、2017年末の保有時価総額ベースの構成比は、一般法人61.5%、個人投資家21.2%、機関投資家17.3%。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ため。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。参加資格がなくてもファンド等を通じた投資が可能

○外国投資家(日本の投資家)の科創板での売買について

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。QFIIや2014年11月に始まった上海・香港ストックコネクトにより売買可能となる見通し

科創板が直面し得る問題点

◎ 科創板が直面し得る問題点

○ 株価評価の難しさ

ハイテク・イノベーション型企業の株価評価の難しさ。技術等の陳腐化の速さ

○ 株価の乱高下のリスクの高さ

上場後5営業日は値幅制限なし。マーケット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も。メインボードからの資金流出要因にも。ただし、ブームが一巡すれば株価低迷が長期化も

○ 「上場ゴール」という風潮の蔓延をどう防ぐのか

支配株主、実質的な支配株主、役員、監事、高級管理人、コア技術要員には相応のロックアップ期間を設ける。赤字経営の場合は株式売却にさらなる制約。

科創板の上場申請を行った企業のほとんどは、「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5,000万元を下回らないこと。もしくは評価時価総額は10億元を下回らず、直近1年純利益を計上し、かつ営業収入は1億元を下回らないこと」という上場基準を適用。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。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

本資料は投資勧誘を意図して提供するものではありません。

本資料記載の情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。

(株)大和総研の親会社である(株)大和総研ホールディングスと大和証券(株)は、(株)大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。

内容に関する一切の権利は(株)大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等をご遠慮ください。