

北京証券取引所設立の概要と背景 および今後の方向について

～千年の大計「雄安新区」国際金融センター構築への布石～

公益財団法人 国際金融情報センター 中国部 主任研究員

吉川 健治



1. はじめに

習近平国家主席は21年9月2日、「2021年中国国際サービス貿易交易会」グローバル・サービス貿易サミットのビデオ挨拶のなかで「新三板改革（2. (1)で後述）を深めて北京証券取引所を設立し革新型中小企業を支援する主要陣地を築く」と表明した。同年11月15日には取引がスタートした。ここでは北京証券取引所設立の概要と背景および今後の方向について考察する。

〈目次〉

1. はじめに
2. 北京証券取引所設立の概要
3. 北京証券取引所設立の背景
4. 北京証券取引所の取引状況と他市場比較
5. 今後の目標と課題および取り組み

2. 北京証券取引所設立の概要

(1) 取引所の概要

北京証券取引所は9月3日に新三板（中小企業向け店頭取引市場、詳細後述）を設立し運営する全国中小企業株式譲渡システム有限责任公司（以下、新三板運営会社）の出資により設立された。以下、北京証券取引所の発表資料に基づき科创板（上海証券取引所の中小企業向け市場）、創業板（深圳証券取引所の中小企業向け市場）および新三板と比較し紹介する（図表1）。

北京証券取引所の運営形態は科创板および創業板の会員制法人と異なり、国内の証券取引所では初の会社制^(注1)を採用している。新三板運営会社を管理監督する中国証券監督管理委員会（以下、証監会）は「同社が新三板と北京証券取引所を統合管理するとともに、独立した運営を実施し独自の管理体制を

(図表1) 中国の革新型中小企業の発展を目指す株式市場の概要

主な項目		北京証券取引所	全国中小企業株式譲渡システム (通称「新三板」NEEQ)	科创板 (STAR: 上海証券取引所)	創業板 (ChiNext: 深圳証券取引所)
取引所・運営組織形態	取引所 運営組織形態	北京証券取引所 会社制 (北京証券取引所有限責任公司)	北京市・全国性店頭市場 会社制 (全国中小企業株式譲渡システム有限責任公司)	上海証券取引所 會員制法人	深圳証券取引所 會員制法人
設立・取引開始日	設立年月 取引開始年月	21年9月3日 21年11月15日	12年9月20日 13年1月16日	19年6月13日 19年7月22日	09年10月23日 09年10月30日
開設の目的		革新型中小企業の育成・発展および新三板改革 (注3)	革新型・成長型の民間中小・ベンチャー企業の育成・発展	ハイテク産業および戦略的新興産業の育成・発展 (情報技術、高性能装置、新素材、新エネルギー、省エネ、バイオ医薬品など)	革新型・成長型企業の育成・発展 (上場企業の①6割以上が戦略新興産業に属し、②8割以上が自主研究開発能力を擁し、③9割以上がハイテク企業である)
上場会社数 (21年12月末)		82社	6,932社	377社	1,090社
上場関係規定	上場審査プロセス	企業は北京証券取引所上場委員会から複数回のヒヤリングが求められ、上場申請書受理日から5か月以内の審査等を経て、証監会が上場承認後の申請書類を受理して20日以内に登録同意の可否を決定。	NEEQ関係委員会は企業に対して提出資料などを基に的を絞ったヒヤリングを交えて審査する。提出資料受理日から3~4か月以内の審査等を経て、証監会が審査承認後の申請書類を受理して20日以内に承認、審査の中止、審査の終了、不承認を決定 (注4)。	企業は科创板株式上場委員会から複数回のヒヤリングが求められ、上場申請書受理日から6か月以内の審査等を経て、証監会が上場承認後の申請書類を受理して20日以内に登録同意の可否を決定。	企業は創業板株式上場委員会から複数回のヒヤリングが求められ、上場申請書受理日から6か月以内の審査等を経て、証監会が上場承認後の申請書類を受理して20日以内に登録同意の可否を決定。
	経営財務要件 (注1)	①時価総額と利益、②時価総額と営業収入とネットキャッシュフロー、③時価総額と営業収入とR&D投資額、④時価総額とR&D投資額の指標組合せのうち、いずれか1つの組合せの各指標の所定要件を満たす必要がある。	①時価総額と利益、②時価総額と営業収入とネットキャッシュフロー、③時価総額と営業収入とR&D投資額、④時価総額とR&D投資額の指標組合せのうち、いずれか1つの組合せの各指標の所定要件を満たす必要がある (注4)。	①時価総額と利益、②時価総額と営業収入、③時価総額と営業収入とネットキャッシュフロー、④時価総額と営業収入とR&D投資額、⑤時価総額と営業収入とR&D投資額、⑥時価総額と技術開発力の指標組合せのうち、いずれか1つの組合せの各指標の所定要件を満たす必要がある。	①時価総額と利益、②時価総額と営業収入、③時価総額と営業収入の指標組合せのうち、いずれか1つの組合せの各指標の所定要件を満たす必要がある。
株式取引関係規定	1日の価格変動幅制限	上場初日は価格変動幅制限が無く、それ以降は±30%。	競売方式取引の初日は価格変動幅制限が無く、それ以降は±30% (注4)。	上場日から5営業日間は価格変動幅制限が無く、それ以降は±20%。	上場日から5営業日間は価格変動幅制限が無く、それ以降は±20%。
	株式の公開日から譲渡据置期間: 一般株主 (支配株主)	特に規定なし (会社取締役・執行役員ほか高級管理クラス。10%以上の議決権の所有者および支配株主: 12か月)	特に規定なし (10%以上の議決権の所有者および支配株主: 12か月) (注4)	12か月 (36か月)	12か月 (36か月)
投資家要件	個人投資家の取引資格要件	取引経験2年以上及び取引資産50万元以上	取引経験2年以上及び取引資産100万元以上 (注4)	取引経験2年以上及び取引資産50万元以上	取引経験2年以上及び取引資産10万元以上
	機関投資家の取引資格要件	特に規定なし	払込資本金総額が100万元以上の法人、出資総額100万元以上のパートナー法人 (注4)	特に規定なし	特に規定なし
その他	議決権種類株 (注2) の発行可否	「北京証券取引所上場企業の持続的監督管理弁法」に基づき発行可 (会社定款に規定する対普通株式議決権の倍数上限: 特に規定なし)。	「(新三板) 議決権差異取り決めにに関するガイドライン」に基づき発行可 (普通株式議決権の10倍まで)。	「上海証券取引所科创板の株式上場規則」に基づき発行可 (普通株式議決権の10倍まで)。	「深圳証券取引所創業板の株式上場規則」に基づき発行可 (普通株式議決権の10倍まで)。

(出所) 北京証券取引所、全国中小企業株式譲渡システム、上海証券取引所、深圳証券取引所、中国证券監督管理委員会 (以下、証監会) の各種資料

(注1) 詳細は (図表2) を参照のこと。

(注2) 1株に付与される議決権が普通株 (1議決権の付与) より多い種類株のこと。

(注3) 詳細は本文 (2. 北京証券取引所設立の概要) 参照のこと。

(注4) 新三板「精選層」市場に関する内容説明。

模索する」と発表している。

市場開設の目的については、科創板が「ハイテク産業を中心に企業の育成・発展」を明示している点が他の3市場（いずれも「革新型中小企業の育成・発展」を掲げている）と幾分異なるが、実質的にはハイテク産業をターゲットにしており科創板と大きな違いはない。一方、北京証券取引所の開設は、登録企業数・資金調達額・取引の減少など低迷する新三板市場の課題解決のために、19年10月に開始された新三板改革をさらに深化させることが重要な目的として掲げられている（詳細は本文「3. 北京証券取引所設立の背景」を参照のこと）。

上場関係規定については、北京証券取引所も科創板および創業板と同様に登録制が導入され、かつ、上場審査基準が2つの市場より緩和されている。詳細については「(2)上場審査の概要」で後述する。

株式取引関係規定については、①1日の価格変動幅制限は北京証券取引所では上場初日の価格変動幅制限が無く、それ以降は $\pm 30\%$ となっており、科創板および創業板（ $\pm 20\%$ ）よりも緩和されている。また、②株式公開日からの譲渡据置期間では一般投資家に対する規定はなく、支配株主などに対しても同期間を12か月としており、科創板および創業板（36か月）よりもハードルが低い。

投資家要件については、北京証券取引所は科創板および創業板よりも上場審査基準を緩和している反面、個人投資家に対してはリス

ク許容度の高い適格投資家にもみ取引を認めている。その取引資格は創業板よりも厳しく科創板と同様の「取引経験2年以上及び取引資産50万元以上」の要件を満たすことを要件としている。一方、機関投資家に対しては特に規定はない。

その他、議決権種類株（図表1注2）の発行可否については、北京証券取引所も科創板および創業板と同様に発行可能であるが、普通株式議決権に対する発行上限（科創板および創業板：10倍まで）については特に規定はない。

【新三板改革】

全国中小企業株式譲渡システム株式会社が出資し全国中小企業株式譲渡システム（通称「新三板」英語略称名：NEEQ）を12年9月20日に設立し、13年1月16日に正式に取引を開始した。同社は中国証券監督管理委員会（以下、証監会）の監督管理下にある。

16年5月に『分層管理弁法（試行）』が発表され、従来の「基礎層」市場のほかに、「創新層」市場の新たな設置および登録基準が明らかになった（16年6月設立）。19年10月には従来の私募形式の株式発行のほかに、「創新層」市場における不特定多数の投資家向け公募発行形式の導入および「精選層」市場の新設方針が発表された。2020年7月に「精選層」市場が設立され、新三板は「基礎層」、「創新層」、「精選層」の3市場体制となった。3市場別登録企業の経営財務における成長性、収益性、安定性の面からの優劣をみると、「精

(図表 2) 中国の上場等における経営財務要件および上場等廃止基準の比較

要件		各指標	北京証券取引所		全国中小企業株式譲渡システム (新三板「精選層」)		科创板 (STAR)	創業板 (ChiNext)
(1) 上場等における経営財務要件 (注1)	①時価総額と利益	時価総額	2億元以上	2億元以上	2億元以上	2億元以上	10億元以上	—
		純利益	直近2年いずれも1,500万元以上	直近1年2,500万元以上	直近2年いずれも1,500万元以上	直近1年2,500万元以上	直近2年いずれもプラス計上で、かつ、2年間累計純利益5,000万元以上	直近2年いずれもプラス計上で、かつ、2年間累計純利益5,000万元以上
		純資産利益率	2年間加重平均8%以上	2年間加重平均8%以上	2年間加重平均8%以上	2年間加重平均8%以上	—	—
	②時価総額と利益と営業収入	時価総額	—	—	—	—	10億元以上	10億元以上
		純利益 営業収入	—	—	—	—	直近1年プラス計上 直近1年1億元以上	直近1年プラス計上 直近1年1億元以上
	③時価総額と営業収入	時価総額	—	—	—	—	30億元以上	50億元以上
		営業収入	—	—	—	—	直近1年3億元以上	直近1年3億元以上
	④時価総額と営業収入とネットキャッシュフロー	時価総額	4億元以上	4億元以上	4億元以上	4億元以上	20億元以上	—
		営業収入	直近2年間平均1億元以上で、かつ、直近1年増収率30%以上	直近2年間平均1億元以上で、かつ、直近1年増収率30%以上	直近2年間平均1億元以上で、かつ、直近1年増収率30%以上	直近2年間平均1億元以上で、かつ、直近1年増収率30%以上	直近1年3億元以上	—
		ネットキャッシュフロー	直近1年プラス計上	直近1年プラス計上	直近1年プラス計上	直近1年プラス計上	直近3年間累計1億元以上	—
⑤時価総額と営業収入とR&D投資額	時価総額	8億元以上	8億元以上	8億元以上	8億元以上	15億元以上	—	
	営業収入 R&D投資額	直近1年2億元以上 直近3年間累計の売上構成比8%以上	直近1年2億元以上 直近3年間累計の売上構成比8%以上	直近1年2億元以上 直近3年間累計の売上構成比8%以上	直近1年2億元以上 直近3年間累計の売上構成比8%以上	直近1年2億元以上 直近3年間累計の売上構成比15%以上	—	
⑥時価総額とR&D投資額	時価総額	15億元以上	15億元以上	15億元以上	15億元以上	—	—	
	R&D投資額	直近2年間累計5,000万元以上	直近2年間累計5,000万元以上	直近2年間累計5,000万元以上	直近2年間累計5,000万元以上	—	—	
⑦時価総額と技術開発力	時価総額	—	—	—	—	40億元以上	—	
	技術開発力	—	—	—	—	国家戦略に符合した産業(具体的には次世代情報技術、ハイエンド設備、新素材、新エネルギー・省エネ環境保全およびバイオ医薬など次世代ハイテク産業・戦略性新興産業【対象産業：上海証券取引所により適時更新】において市場で高く評価されるハイテク革新的企業を対象とする。	—	
(2) 上場等廃止基準 (注2)	①取引関係の上場等廃止基準	①-1 累積株式出来高と日数	—	—	—	—	120日連続で200万株を下回った場合	120日連続で200万株を下回った場合
		①-2 株価と日数	60日連続で額面を下回った場合	60日連続で額面を下回った場合	60日連続で額面を下回った場合	60日連続で額面を下回った場合	20日連続で額面を下回った場合	20日連続で額面を下回った場合
		①-3 時価総額と日数	60日連続で3億元を下回った場合	60日連続で3億元を下回った場合	60日連続で5億元を下回った場合	60日連続で5億元を下回った場合	20日連続で3億元を下回った場合	20日連続で3億元を下回った場合
		①-4 株主数と日数	60日連続で200人を下回った場合	60日連続で200人を下回った場合	60日連続で200人を下回った場合	60日連続で200人を下回った場合	20日連続で400人を下回った場合	20日連続で400人を下回った場合
		①-5 一般投資家保有比率と株主資本総額比率と日数	—	—	60日連続で一般投資家保有比率が株主資本の25%を下回った場合、もしくは株主資本が4億元を超え、かつ、60日連続で一般投資家保有比率が株主資本の10%下回った場合	60日連続で一般投資家保有比率が株主資本の25%を下回った場合、もしくは株主資本が4億元を超え、かつ、60日連続で一般投資家保有比率が株主資本の10%下回った場合	—	—
	②財務関係の上場等廃止基準	②-1 利益と営業収入	直近1年の監査済み財務報告において特別損益の控除前もしくは控除後による純利益が赤字で、かつ、営業収入が5,000万円を下回った場合	直近1年の監査済み財務報告において特別損益の控除前もしくは控除後による純利益が赤字で、かつ、営業収入が5,000万円を下回った場合	①直近2年の純利益が連続で赤字で、かつ、営業収入が連続で5,000万円を下回った場合、もしくは②直近1年の純利益が赤字で、かつ、営業収入が3,000万円を下回った場合	①直近2年の純利益が連続で赤字で、かつ、営業収入が連続で5,000万円を下回った場合、もしくは②直近1年の純利益が赤字で、かつ、営業収入が3,000万円を下回った場合	直近1年の監査済み財務報告において特別損益の控除前もしくは控除後による純利益が赤字で、かつ、営業収入が1億元を下回った場合	直近1年の監査済み財務報告において特別損益の控除前もしくは控除後による純利益が赤字で、かつ、営業収入が1億元を下回った場合
②-2 純資産		直近1年の監査済み財務報告において債務超過となった場合	直近1年の監査済み財務報告において債務超過となった場合	直近2年の監査済み財務報告において債務超過となった場合	直近2年の監査済み財務報告において債務超過となった場合	直近1年の監査済み財務報告において債務超過となった場合	直近1年の監査済み財務報告において債務超過となった場合	

(出所) 北京証券取引所、全国中小企業株式譲渡システム、上海証券取引所、深圳証券取引所、証監会の各種資料

(注1) 所定の指標組合せのうち、いずれか1つの要件の各指標すべてを満たす必要がある。

(注2) いずれか1つ要件を満たした場合、強制的に上場廃止(①取引関係・②財務関係のみ一部抜粋)となる。北京証券取引所は科创板と創業板と同様に①②のほか、③規範関係、④重大違反関係の強制的な上場廃止基準が規定されている。

選層」市場が最も優れ、次いで「創新層」市場が、最後に「基礎層」市場という順位である。

新三板は正式な証券取引所ではなく、店頭取引市場に相当するが、「精選層」市場に登録されている企業には、科创板および創業板の上場要件を満たす有望な企業が数多く存在している。

(2) 上場審査の概要

上場審査プロセスについては、北京証券取引所は科创板および創業板と同様に登録制を導入するため、上海・深圳証券取引所のメインボードの審査認可制^(注2)と比べ、上場審査基準(図表2)の緩和とともにプロセスも簡素化され、時間が短縮化されている。

なお、新華社通信の報道(21年3月24日付)によると、登録制の導入による根本的な変化について、登録制は審査認可制と比較し、①情報開示の重要性が一層強調されるとともに、発行条件が更に合理化・最適化され一層包括的なものとなっていること、②IPOまでの審査・手続きおよびIPO時の価格設定・株式引受・販売など重要な役割を担う主幹事証券などに対する管理監督が厳格化されていること、などが挙げられている。

北京証券取引所は科创板および創業板と比べ、上場申請書受理日から審査および承認可否までの期間が5か月以内とやや短縮化されている。その後、証監会は上場承認後の申請書類を受理し20日以内に登録同意の可否を決

定する。

上場における経営財務要件(図表2)については、北京証券取引所は上海・深圳証券取引所のメインボード^(注3)と比較し、科创板および創業板と同様に利益以外の要件が認められている。北京証券取引所は①時価総額と利益、②時価総額と営業収入とネットキャッシュフロー、③時価総額と営業収入とR&D投資額、④時価総額とR&D投資額、の合計4つの要件(図表2(1)の①、④、⑤、⑥)のうち、いずれか1つの要件を満たすことが求められ、科创板(①、④、⑤の要件)と比較し上場基準が緩和され、選択肢も比較的多い。

上場廃止基準については、北京証券取引所は科创板および創業板と同様に、①取引関係、②財務関係、③規範関係、④重大違反関係の4つの強制的上場廃止基準が厳格に設けられている。その中で、①取引関係および②財務関係に係わる基準をみると、北京証券取引所は科创板と比べ、経営財務指標に関する上場基準が緩和されているため、同様に上場廃止基準も緩和されたものとなっている。

3. 北京証券取引所設立の背景

(1) 北京証券取引所設立の背景は何か。

18年11月に習政権肝いりと言われる科创板の設立が発表され、同市場の取引開始から2年後の21年7月には新三板「精選層」市場から有望企業が科创板市場へ転換上場できる道

が開かれていた。にもかかわらず、21年9月2日の習国家主席による北京証券取引所設立の表明および翌3日の新三板「精選層」市場の同取引所への変更設立の発表が敢えて行われたのか。この疑問を呈する報道記事が散見される。この疑問を解くために参考となる情報を以下に整理した。

18年5月以降、米中間の貿易不均衡および先端技術覇権争いを契機に米中対立の動きが強まる中、半導体などの次世代ハイテク製品の国産化計画「中国製造2025」^(注4)の実現を促進する対策の1つとして、18年11月にハイテク産業を中心に国家戦略を主導する科創板設立が発表され、19年7月にハイテク関連の25社が上場し取引が始まった。21年12月末の上場企業数は377社にまで増加するなど着実に発展している。

また、21年7月には上海証券取引所および深圳証券取引所から、証監会の「転換板上場の指導意見」に基づき、転換板上場に関する業務規則が公表された。同年8月11日には新三板「精選層」市場の登録後1年の企業のうち、観典防務技術株式会社が上海証券取引所「科創板」に転換する記事が報道されるなど、「精選層」市場には科創板および創業板上場要件を満たす有望な企業が数多く存在していることを示す報道がみられている。

証監会は同年9月2日の会見において記者からの質疑に対し「党中央と国務院は中小企業の革新的発展と新三板改革を高度に重視し、中央経済工作会議、第14次5か年計画（21

～25年）要綱および先日の中央政治局会議において『專精特新^(注5)（専門化、精細化、特色化、斬新化）』の特色をもつ中小企業の発展および新三板改革の深化に向け重要な対応を行った。習国家主席は『北京証券取引所を設立し、革新型中小企業をサポートする主要障地を築く』と明確に打ち出した」と回答している。

同年9月3日には北京証券取引所が設立された。証監会から発表された北京証券取引所の基本的な制度に関するいくつかの意見文書を見ると、「新三板改革、新三板『精選層』市場の北京証券取引所へ変更設立および登録制試行の総合的な要請に基づき、革新型中小企業の資金調達と発展をサポートする」との文言が盛り込まれている。

以上のことから、習国家主席は6,932社（21年12月末時点）を有する新三板市場から有望な企業を発掘し育成・発展させる余地が大きいことから、上海証券取引所「科創板」および深圳証券取引所「創業板」への転換上場の進展により新三板市場が弱体化することを阻止し、北京市および周辺に革新型中小企業の主要な「発展障地」を築き、中国屈指の証券取引所に育成・発展させることを目論んでいるとみられる。また、以下説明する「雄安新区」開発計画（後述）の内容も考慮すると、習国家主席は「雄安新区」および周辺地域との一体化開発地域で対外開放を促進し先進的な国際金融センター（北京証券取引所や中国人民銀行デジタル通貨研究所のフィンテック

(図表3) 雄安新区(河北省)、
北京市、天津市、臨空経済区の
一体化開発の位置図



(出所) 河北省科学技術庁 (20年4月)

(図表4) 雄安新区(河北省)を中心に北京市、天津市、石
家庄(河北省・省都)を結ぶ高速道路網



(出所) 河北雄安新区計画綱要 (18年4月)

センター(注6)などを擁する一大経済開発区を構築する意向であろう。

【「雄安新区」開発計画】

17年4月に「京津冀(北京市・天津市・河北省)共同発展2018~20年行動計画」が北京市発展改革委員会から発表され、非首都機能の移転や産業構造の高度化、交通インフラの整備などの目標や取り組みのほかに、「雄安新区」の開発が計画の重点施策として盛り込まれた(図表3、図表4)。

「雄安新区」は交通の便(高速鉄道および高速道路の完備など)が良く、自然も豊かな地域であり、国家級新区として30年には科学技術革新、グリーン低炭素、協調発展、全方位対外開放などのコンセプトを具現化したスマートシティの構築が計画されている。雄安

新区の開発面積は当初約100km²であるが、将来的には2,000km²(上海浦東新区:1,210km²、深圳経済特区:約400km²、深圳市:約1,950km²)に拡大する計画である(図表5、図表6)。また、北京市、天津市、河北省の都市配置と都市空間の調整・改善を図る上で先導的な役割も担っている。

18年4月には「雄安新区計画綱要」が党中央・国務院の認可をうけて公表された。その内容をみると、前書きに「雄安新区の設立は習近平を核心とする党中央が行った歴史的かつ戦略的に重要な選択であり、『千年の大計、国家の大事』である」と記載され、具体的な計画が盛り込まれている。また、「雄安新区」は北京市の非首都機能移転の集積地として、京津冀(北京市・天津市・河北省)地域の世

(図表5) 雄安新区の空間配置計画図



(出所) 河北雄安新区計画綱要 (18年4月)

(図表6) 上海浦東新区の総合開発計画図



(出所) 澎湃新聞 (20年11月11日)

界最大級都市群の先進的な発展の最も重要な原動力であり、かつ質の高い発展を推進する全国モデル区と位置づけられている。

(2) 雄安新区発展との関係

改革開放の総設計師と称される鄧小平氏は80年6月にその象徴である深圳経済特区(注7)を設置し、中国の目覚ましい経済発展の先導者となった。92年10月には江沢民政権が当時天安門事件(注8)後の停滞した中国の経済社会情勢から再起を図る対応策の1つとして上海浦東新区(注9)の設置を決定した。

これに対して、北京市出身(原籍は陝西省)の習国家主席は「雄安新区」を「千年の大計、国家の大事」と位置づけ、新たな時代の習政権を象徴するプロジェクトとして開発を進めている。18年4月公表の「雄安新区計画綱要」をみると、『新発展理念(後述)』を具現化

した革新的な発展の模範区を構築し、「ハイレベルな社会主義近代化都市を築く」との指導思想が掲げられている。ここで金融分野の具体的な計画(後述)をみると、「雄安新区に長期的かつ安定した資金調達メカニズムを確立すること」が重要な任務に掲げられ、「銀行、保険、証券など金融機関の本社や支店を受け入れ、主要な金融機関が革新的な金融業務を率先的に行い、国家級取引プラットフォームなど主要な金融プロジェクトを主導的に推進し、金融業界による対外開放面での新たな展開を支援する」ことが盛り込まれている。その中で、北京証券取引所を開設し科学技術などを駆使した革新駆動型経済発展をけん引する有望な中小企業を育成することは、「雄安新区」開発における党中央・國務院の指導思想に符合したものである。

北京証券取引所は上場条件を満たす企業が

多い新三板「精選層」から変更設立され、かつ、同「創新層」および「基礎層」にも上場予備軍として多くの企業が控えており、今後の発展が期待される。企業にとって上場メリット^(注10)は大きく、経済社会の発展に大きな役割を果たすことが期待されている。

すでに上海浦東新区は18年の名目GDP総額ベースで上海市全体の29.1%の1兆462億元を占め、上海市全体の経済発展のけん引役になっている。一方、習政権は「雄安新区」を「北京市・天津市・河北省の世界最大級都市群の先進的な発展をけん引する最大の原動力とし、かつ質の高い発展を推進する全国モデル区にすると位置づけている」ことから、「雄安新区」は上海浦東新区と比較しても、スケールが大きく、質的には同等かそれ以上のハイレベルな発展を遂げる可能性を秘めている。

【新発展理念】

習近平指導部は15年10月開催の中国共産党第18期中央委員会第5回全体会議（以下、5中全会）で「新発展理念」を提起し、16年にスタートした第13次5か年計画（16～20年）からすでに政策に反映された。第14次5か年計画（21～25年）には更にそれを深めて、質を重視した発展を追求する方針である。

21年1月11日には省部級主要指導幹部を対象とした第19期5中全会（20年10月開催）精神の学習及び貫徹に関する特別セミナーが中央党校にて開催され、習近平党総書記兼国家主席兼中央軍事委員会主席が新発展段階・理

念・構造に関する重要な談話を発表した。

そのなかで、新発展理念について、「新発展理念は系統的な理論体系であり、発展の目標・原動力・方式・道筋などの理論及び実践に関する一連の課題に答えると同時に、発展に関する我が党の政治的立場、価値指向、発展モデル、発展路線など重大な政治的課題を明らかにする。全党が新発展理念を完全に、正確に、全面的に貫徹しなければならない」と説明した。

第14次5か年計画において①革新（革新の促進、産業構造の高度化）、②協調（地域間の調和的な発展の推進、農村の振興）、③グリーン（生態文明の構築、生態環境の改善）、④開放（対外開放の促進、双循環^(注11)の相互促進）、⑤共享（民生と福祉の向上、共同富裕^(注12)の推進）という5つの新しい発展理念が盛り込まれている。

【「雄安新区」金融分野に関する計画】

「雄安新区」において「長期的かつ安定した資金調達メカニズムを確立すること」が重要な任務の1つとして盛り込まれている。具体的な計画内容は主に以下の4つである。

- ① インターネット、ビッグデータ、人工知能AI、最先端の情報技術、バイオ、近代的な金融、経済ビジネスの総本部など革新的かつ模範的な主要プロジェクトを集結し主導的な役割を果たすこと。
- ② 銀行、保険、証券など金融機関の本社や支店を受け入れ、主要な金融機関が革新的な金融業務を展開することを奨励する

(図表 7) 科創板と創業板の主な市場データ比較 (注 1)

(単位: 倍)

項目	取引所・ボード	09年11月～ 18年3月	18年3月(注2) ～19年7月	19年7月～20 年9月(注2)	20年9月～ 21年12月	19年7月～ 21年12月	18年3月～ 21年12月	09年11月～ 21年12月
上場企業数(期末値)	科創板(上海)	—	—	7.32	2.06	15.08	—	—
	創業板(深圳)	25.79	1.06	1.13	1.26	1.42	1.51	38.93
売買代金(期中値)	科創板	—	—	2.74	1.88	5.15	—	—
	創業板	23.88	0.86	3.25	1.06	3.45	2.98	71.17
PER(期末値)	科創板	—	—	1.05	0.79	0.83	—	—
	創業板	0.42	0.84	1.43	1.03	1.47	1.23	0.52
時価総額(期末値)	科創板	—	—	5.13	1.96	10.04	—	—
	創業板	37.53	0.97	1.81	1.48	2.68	2.59	97.05
上場企業1社当たり平 均時価総額(期末値)	科創板	—	—	0.70	0.95	0.67	—	—
	創業板	1.46	0.91	1.61	1.17	1.89	1.71	2.49

(出所) CEICデータ

(注1) 各項目の数値は各期間の期末データを期初データで除したものである。

(注2) 18年3月は中米貿易摩擦の開始月(文末(注18)参照)で、20年9月は習政権による民間企業に対する国家統制強化に関する文書の発表月(文末(注19)参照)である。

こと。

- ③ 銀行、証券、信託、保険、リースなど金融業態を結集するとともに法規に基づき金融革新を推進し、先進的なフィンテック事業の展開を促進すること。
- ④ 現地の実情を踏まえて関係分野で实体经济をサポートする金融革新・試行など模範的な活動を率先的に行い、国家級取引プラットフォームなど主要な金融プロジェクトを主導的に推進し、金融業界による対外開放面での新たな展開を支援すること。

4. 北京証券取引所の取引状況と他市場比較

(1) 開業日の上場企業・取引状況

21年11月15日午前9時(現地時間)から北京証券取引所の除幕式と開業式典が始まっ

た。中国証券監督管理委員会の易満主席は挨拶の中で、「本日の北京証券取引所の開業は20年7月に新三板『精選層』市場の開設による新三板改革の深化に次ぎ、資本市場の質の高い発展を促進する新たな重要かつ象徴的な出来事である。また、新三板の運営から8年余りを経過するなか、我々は中国の特色ある資本市場における金融包摂を備えた市場を積極的に模索してきたが、本日の出来事は新たな起点である」と述べた。

その後、9時30分に新三板「精選層」市場からの移転上場71社および開業日新上場10社の合計81社による株式取引が開始された。北京証券取引所の取引規定によると、上場日は値幅制限が設定されていないものの、実際には当日に30%以上の上昇又は下落した銘柄に対しては10分間の取引停止措置が取られた。9時45分時点には開業日新上場10銘柄の株価上昇率が150%を超えて取引開始直後に続き

2 回目の取引停止措置が取られるなど、活況を呈した。

(2) 上海・深圳市場から探る北京の展望

北京証券取引所の今後を展望する上で、科创板と創業板の市場動向(図表7)をみると、①上場企業数の面で科创板が開業から2年5か月間で15.1倍、創業板が約12年間で38.9倍に増大したこと、②時価総額の面で科创板が同10.0倍、創業板が同97.1倍に増大したこと、③上場企業1社当たり平均時価総額の面で科创板が同0.67倍と縮小し、創業板が同2.49倍に増大したこと、などが特筆される。

特に創業板の市場発展の理由として、①09年設立当時、深圳証券取引所のメインボードと比較し上場基準を緩和し優良なベンチャー企業の上場を促し、かつ、ベンチャーキャピタル(VC)の投資およびエグジット(出口)による収益確保など、ベンチャー企業・VC双方のニーズに積極的に対応したこと、②18年3月以降米中対立の激化(注13)や習政権による民間企業に対する国家統制の強化(注14)など証券市場にネガティブな出来事が起こる前の期間に市場が急ピッチで拡大したこと、などが挙げられる。

5. 今後の目標と課題および取り組み

習近平国家主席を核心とする党中央が決定

した深圳経済特区、上海浦東新区に次ぐ国家級の「雄安新区」において、経済の核心である金融分野で上海に並ぶ国際金融センターの構築を目指す上では、北京証券取引所の設立は不可欠な条件の1つであったと考えられる。

しかしながら、中国は党政府による企業経営および株式公開上場への深い関与、金融自由化および人民元国際化(注15)に向けた政治・経済社会環境の未整備など、西側諸国ほか世界各国から評価される国際金融センターを構築する上で多くの課題を抱えている。

20年12月には「2020上海金融フォーラム」が開催され、「上海国際金融センター建設研究」課題チーム(注16)より「上海国際金融センターの建設目標及び発展に関する提案(以下、提案)」が報告された。この提案には「35年までに上海を開放的な近代的金融市場のコアとし、グローバルな人民元建て資産配分センターをシンボルとする、ニューヨーク、ロンドンに肩を並べるトップクラスの国際金融センターを基本的に構築する」との長期目標が盛り込まれている。また、提案には目標実現のために①金融改革(特に資本市場の発展として直接金融の促進など)、②対外開放の拡大(金融市場の開放および資本取引の自由化等)などの課題に取り組む必要があることが指摘されている。

習政権は35年までに社会主義現代化強国の構築を目指す中、市場の信頼性を損なう米中対立などの対外関係の悪化や市場原理と反す

るような「共同富裕」の推進など世界が注視している課題にどう対応していくのか、また、北京証券取引所および「雄安新区」をどのように発展させていくのか、今後の動向が一層注目される。

(注1) 日本では01年11月に東京証券取引所が会員制法人から、取引所で初の株式会社制に変更した。そのメリットとして、意思決定の迅速化や取引所のガバナンス向上および市場運営に係る巨額なシステム投資と資金調達方法の多様化・円滑化などにより、証券市場全体の利便性・効率性および国際競争力の向上を図ることが挙げられる。

(注2) 審査認可制とは上場申請関係書類の審査および上場認可を証監会の発行審査委員会が行う制度である。なお、登録制は上場審査を証券取引所の上場委員会が行い、上場承認後に証監会が登録可否を決定する制度のこと

(注3) メインボードの上場経営財務要件は、①直近3会計年度の純利益がいずれもプラス計上、かつ、累計で3,000万円を超えること、②直近3会計年度のネットキャッシュフロー累計が5,000万円を超えるか、もしくは直近3会計年度の営業収入累計で5,000万円を超えること、③直近1会計年度の無形資産の純資産に占める比率が20%未満、かつ未処理損失が存在しないこと、の全てを満たす必要がある。

(注4) 習近平氏が党総書記就任2か月後の13年1月に計画立案を指示し、その後約2年をかけて、中国製造業が先進国グループ入りする上で攻略すべき次世代ハイテク技術と重要な産業リストおよび国産化目標などを含めて、詳細に策定された計画のこと(15年5月公表)。25年に「製造強国」の仲間入り、建国100周年の49年には「製造強国」の先頭グループ入りすることを目指す。

(注5) 専精特新とは、細分化された市場に集中的に取り組み、革新的能力と市場シェアが高く、キー

となる核心技術を確認し、質・効率が優れていること。

(注6) 20年9月に国务院が発表した「中国(北京)自由貿易試験区全体計画」には「中国人民銀行デジタル通貨研究所のフィンテックセンターの設立およびCBDC試験区の設置・デジタル金融体系の構築を支援し、人民銀行の貿易金融ブロックチェーン・プラットフォームを通じて貿易金融ブロックチェーン標準体系を形成する。また、フィンテック応用試験区を設置し試験結果を公開する」ことが記載されている。

(注7) 80年6月に経済特区に指定され改革開放の中心地域として海外から巨額の投資が行われ、香港と近接するという地理的な好条件下、国際的なハイテク、物流・商流および株式市場・金融サービスなど産業発展が目覚ましい。農業・漁業中心の過疎地域から40年余りを経過し人口1,000万人を超える中国屈指の近代都市に発展した。

(注8) 89年6月4日に北京市・天安門広場で民主化を求めて集結していたデモ隊に対し人民解放軍が武力行使し、多数の死傷者を出した事件。なお、中国の実質GDP成長率は89年に前年比+4.2%、90年に同+3.9%と失速した。

(注9) 上海浦東新区は深圳経済特区に約12年遅れの92年に開発計画が本格的にスタートした。新区には金融貿易区(本土最大の金融センター)、輸出加工区(高付加価値製品の生産・輸出企業の集積地)、保税區(総合的な自由貿易区)、ハイテクパーク(外国企業の進出も含めR&D型ハイテク企業の集積地)が設置され、99年10月には上海浦東国際空港が開港し現在では多くの多国籍企業が地域本部を置きビジネスを展開している。

(注10) 上場メリットとして、①株式発行など直接金融による資金調達の多様化により経営計画に基づく投資活動、財務体質の改善・充実などがより円滑に図られること、②企業の社会的信用力と知名度が向上し取引相手との交渉や優秀な人材の採用などビジネス展開にも有利になること、③投資家保護などの観点から企業情報の開示ニーズが高ま

るとともに組織的な企業運営が求められ、企業の内部管理体制の充実が図れること、などが挙げられる。

研究院の関係研究者により構成されたチーム。



(注11) 双循環という概念は、20年5月開催の党中央政治局常務委員会において初めて提起された。双循環とは、国内循環を主体とし国内と国際の2つの循環が相互に促進する新たな発展戦略のこと。中国は内需の巨大な潜在力を発揮させることや、対外開放により技術や設備の導入など海外との協力を図ることを通じて、消費を中心とする内需拡大および経営・技術革新による生産性の向上や産業の高度化を目指す方針である。

(注12) 21年8月17日開催の中央財經委員会において習国家主席は「共同富裕は人民全体の富裕であり、人民大衆の物質生活・精神生活がいずれも富裕になることであり、少数の人の富裕ではないし、画一的な平均主義でもなく、共同富裕を段階的に促進しなければならない」と指摘している。

(注13) 18年3月の米国による通商法301条に基づく対中制裁措置発動の決定を皮切りに、中米対立の動きは現在まで激化している。

(注14) 20年9月の「新時代の民営経済に対する統一戦線活動の強化に関する意見」という文書には「中国共産党が民営企業の経営者に対する政治思想教育を強化し、民営企業の経営者が愛国主義をもって産業が国家に奉仕し国家を強くすることを自己責任とする」と明示し、党中央による民営企業の経営への関与が強まっている。

(注15) 中国は05年7月の人民元改革（管理変動相場制への移行）にあたり、①中国自ら決定する「主体性」、②為替市場の大きな変動を防止するための「制御可能性」、③改革を穏健に進める「漸進性」、を人民元の3つの主要原則として定めている。人民元の国際化に向けて資本取引の自由化や人民元為替レートの変動幅制限の緩和などを検討し取り組んでいるが、依然として課題が多く、解決には相応の時間が必要である。

(注16) 上海交通大学上海ハイレベル金融学院（中国金融研究院）、国家金融・発展実験室、上海新金融