

# 経済情報

## [中国]

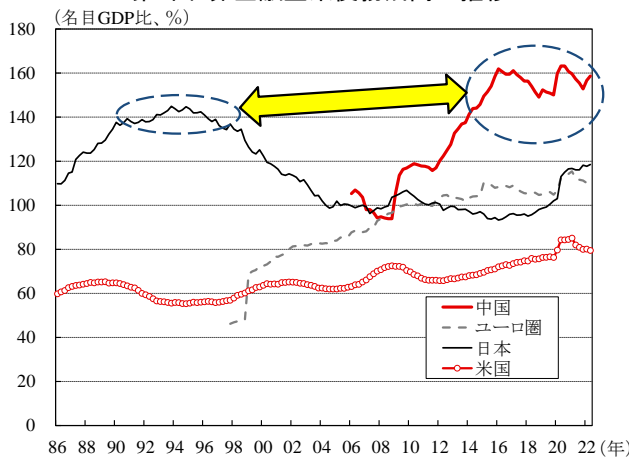
### 米中対立で喫緊性を増す中国の株式市場改革

#### 【要旨】

- ◇ 米中対立激化に伴い、中国企業の米株式市場における資金調達に強い逆風が吹いており、中国の株式市場改革は喫緊性を増している。
- ◇ こうしたなか、中国当局は、1990年代初頭に相次いで開設した上海・深圳証券取引所に続く第三の証券取引所を2021年に北京に開設し、また、2023年にはメインボードの新規株式公開（IPO）を認可制から登録制に移行するなど取引所の拡充、IPOの規制緩和といった改革を進めている。
- ◇ 中国の株式市場は、時価総額が世界第2位に達しているとはいえ、米国に比べれば小さく、株価の上昇ペースも遅い。米株式市場へのアクセスが抑制されてくる以上、中国の株式市場は投資家・企業への吸引力を高めるための一段の改革が急務といえ、なかでも透明・公正な制度整備が重要視されている。
- ◇ 中国政府もその重要性を認識し、2022年に上場企業の質向上のための3ヵ年計画を策定するなど一段の市場整備を志向している。習近平政権の企業に対するスタンスも、株式市場の先行きを左右するファクターとして注視を要しよう。

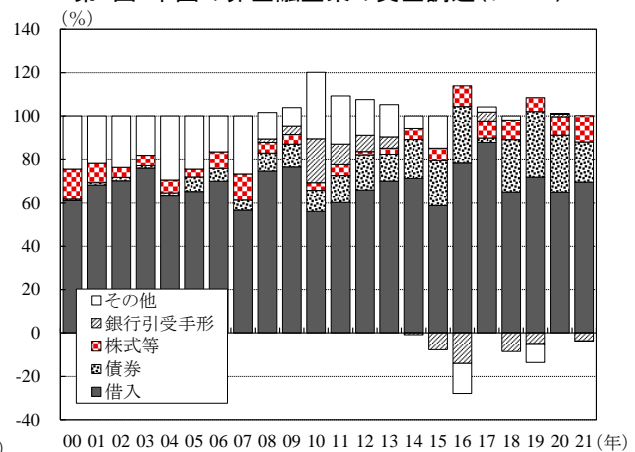
中国ではリーマン・ショック後、企業債務が膨張して、2014年以降はバブル期の日本のピーク（同147.4%）を上回る高水準で推移し（第1図）、主要なチャイナリスクとして世界的に警戒感を喚起している。この背景には、中国の金融システムの中核にある銀行融資において銀行の借り手企業に対するモニタリング機能が不十分であるという問題が指摘されている。

第1図：非金融企業債務残高の推移



(資料) 国際決済銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：中国の非金融企業の資金調達（フロー）



(資料) 中国人民銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

これを踏まえ、政府は銀行改革を進めるとともに、金融システムにおける銀行融資への過度の依存によるリスクを認識し、その是正の意味合いもあり、株式市場の育成を重要な国家戦略の一つとして進めてきた。しかし、企業の資金調達に占める株式のシェアは1割前後と中国経済における位置付けは未だ極めて限定的といえる（前頁第2図）。

こうしたなか、中国企業ではより成熟した海外市場への上場ニーズが高まり、なかでも世界最大で取引も活発な米国市場は必然的に人気の高い上場先となった。ところが、米中対立激化に伴い、米株式市場における資金調達にも強い逆風が吹くようになり、中国の株式市場改革は喫緊性を増している。このような状況を踏まえ、中国ではどのような株式市場改革が進められ、また、それは市場機能の向上につながっていくのか、以下で確認していきたい。

## 1. 米上場中国企業への逆風

### (1) 米株式市場における中国企業への規制強化

米国では上場企業会計監視委員会（PCAOB）が上場企業の監査法人を定期的に検査しており、米上場の外国企業も例外ではなく、世界で50以上の国・地域の監査法人を検査している。これに対し、中国政府は重要情報の海外流出を警戒してこうした検査を忌避してきたにもかかわらず、米金融界の後押しもあり、多大な手数料収入をもたらす中国企業の米上場は着実に増えてきた。

ところが、2020年12月に「外国企業説明責任法」が成立した。同法は米国上場外国企業に関して、外国政府の支配・管理下にないことの立証義務を課すとともに、PCAOBが3年連続で監査を実施できなかった企業の証券は取引禁止にすると規定した。これに伴い、外国当局の方針により監査できない企業（委員会指定企業）としてPCAOBがリストアップした米上場中国企業は2022年3月時点で200社以上に上った（米議会の諮問委員会である米中経済安全保障調査委員会資料によれば、2022年3月31日時点の米上場中国企業は261社、時価総額1.4兆ドル）。

しかし、2022年8月26日、PCAOBと中国証券監督管理委員会（証監会）・中国財政部との間で、PCAOBは中国当局と協議することなく対象企業を選び、監査を行う独自の裁量権を持つなどの条項を含む協定が締結されたため、米上場中国企業の取引停止リスクは一旦回避された（現時点の委員会指定企業はゼロ）。とはいえ、2022年12月29日に成立した「2023年度包括的歳出法」には、PCAOBが2年連続で監査できなかった企業の証券を取引禁止対象とする規制強化が盛り込まれるなど先行きは楽観し難い。

### (2) 中国当局による中国企業の海外上場への規制強化

米当局が要求する中国企業の情報開示は中国当局にとって情報流出リスクを高めるものに他ならない。このため、中国当局も中国企業の海外上場への規制を強化するとともに中国株式市場への回帰を促す姿勢を強めていった。

まず、2021年7月6日、国務院・党中央弁公庁連名の「証券関連の違法行為の厳格な取り締まりに関する意見」で海外上場企業に対し情報セキュリティについての主体的な責任を負わせることを明記した。また、2021年12月28日に国家インターネット情報弁公室、国家発展改革委員会など13官庁が連名で公布した「ネットワーク安全審査弁法」改正版（2022年2月15日施行）では、100万件を超える個人情報保有するインターネットプラットフォーム運営者の海外上場にはネットワーク安全審査弁公室のサイバーセキュリティ審査を要すると規定した。

さらに、2022年2月17日、証監会は「中国企業海外発行証券及び上場管理試行弁法」を公布（3月31日施行）した。同弁法は、政府が審査により「国家安全を危険にさらす可能性がある」と認定した場合は海外上場を認めない他、海外上場企業に、①国家機密に関する法制度を遵守し、機密保持のために必要な措置を講じること、②個人情報、重要データ等を海外に提供する場合は中国の法規定を遵守すること——などを義務付けた。

こうして米中双方の当局から中国企業の米上場に逆風が吹く中、2021年後半以降、中国企業の新規米上場案件は急減し、2022年に入ると米国上場を廃止する中国企業も目立ってきた（同年6月に配車アプリ最大手の滴滴、続いて、8月には中国石油化工、中国石油天然ガス、中国石化上海石油化工、中国人寿保険、中国アルミニウムの国有大企業5社）。

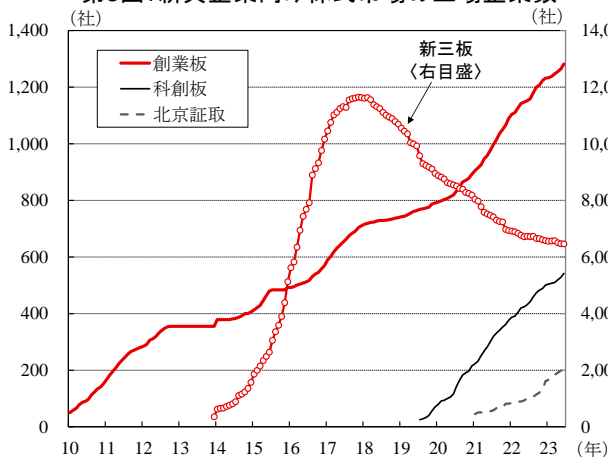
## 2. 近年の株式市場改革

米国側からも中国側からも中国企業の海外上場に対する逆風が強まっているだけに中国株式市場の機能強化の喫緊性は高まっているといえる。こうしたなかで、近年、中国政府がいかなる改革を進めているのか、以下でみていきたい。

### (1) 北京証券取引所の新設

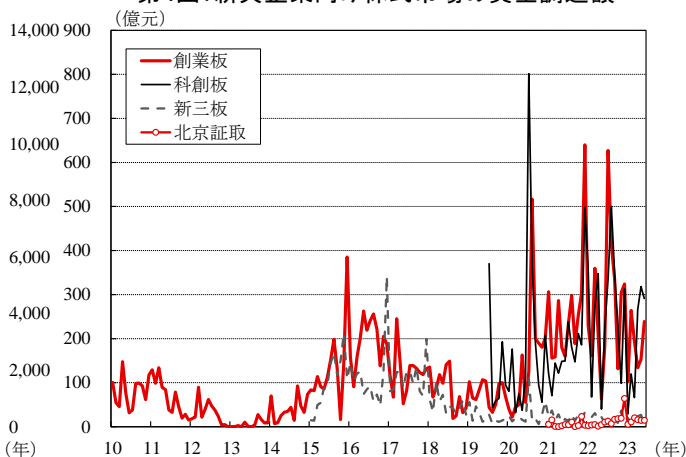
中国では1990年に上海、1991年に深圳に証券取引所が開設されたが、それ以外に株式上場のハードルが高い中小企業向けに店頭取引市場として2012年から「全国中小企業株式譲渡システム（新三板）」が設立された。新三板市場は政府の後押しもあり、登録企業が急増し2016年末には1万社を超えるほどであったが、玉石混交の感が拭えず、その6割強の企業で取引実績がなかった。こうした不活発な取引状況の下で登録を取り下げる企業が後を絶たず（第3図）、中小企業の資金調達の際としての機能が十分果たせていない（第4図）との評価が広がっていた。

第3図:新興企業向け株式市場の上場企業数



(資料)上海・深圳・北京証券取引所等統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図:新興企業向け株式市場の資金調達額



(資料)上海・深圳・北京証券取引所等統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

そこで、新三板市場改革を視野に入れつつ、中小企業の資金調達ニーズを満たす新たな市場として、2021年11月15日に上海、深圳に続く中国第三の証券取引所となる北京証券取引所が開業した。北京証取には新三板の優良企業群である「精選層」<sup>(注)</sup>の登録企業71社に新規上場企業10社を加えた81社が上場した。ちなみに上場企業の財務要件は「精選層」と同様で、創業板、科創板など先行する他の中小企業向け市場よりも緩和されている(第1表)。

(注) 新三板の登録企業は、時価総額や利益等の財務状況においてより高水準の要件を満たす順に、「精選層」、「創新層」、「基礎層」に分かれていたが、「精選層」が北京証取に移行したため、現在は「創新層」、「基礎層」のみとなっている。

第1表:中国の証券取引所の株式上場企業の財務要件

証券取引所	市場	条件数	財務要件
上海証券取引所 (1990年12月)	メインボード	全条件	① 直近3年連続の利益計上、3年間累計純利益3,000万元以上。
深圳証券取引所 (1991年7月)			② 直近3年累計で営業キャッシュフロー5,000万元以上、ないし、売上高3億元以上。 ③ 直近1年の期末の無形資産の純資産に占めるシェアが20%以下で、未処理損失が存在しないこと。
深圳証券取引所 (2009年10月)	創業板	1条件	① 直近2年連続の利益計上、2年間累計純利益5,000万元以上。 ② 想定時価総額10億元以上、直近1年の利益計上、売上高1億元以上。 ③ 想定時価総額50億元以上、直近1年の売上高3億元以上。
上海証券取引所 (2019年6月)	科創板	1条件	① 想定時価総額10億元以上、(a) 直近2年連続の利益計上、2年間累計純利益5,000万元以上、ないし (b) 直近1年の利益計上、売上高1億元以上。 ② 想定時価総額15億元以上、直近1年の売上高2億元以上、直近3年間のR&D投資額合計の売上高対比15%以上。 ③ 想定時価総額20億元以上、直近1年の売上高3億元以上、直近3年間の累計営業キャッシュフロー1億元以上。 ④ 想定時価総額30億元以上、直近1年の売上高3億元以上。 ⑤ 想定時価総額40億元以上、主なビジネス・製品が国家に認められ、市場が大きく、既に一定の成果を達成。
北京証券取引所 (2021年11月)		1条件	① 想定時価総額2億元以上、加重平均純資産利益率8%以上、(a) 直近2年間の純利益がいずれも1,500万元以上、ないし (b) 直近1年の純利益2,500万元以上。 ② 想定時価総額4億元以上、直近2年間の売上高は平均1億元以上、直近1年の売上高伸び率30%以上、営業キャッシュフローはプラス。 ③ 想定時価総額8億元以上、直近1年の売上高2億元以上、直近2年間のR&D投資額合計の売上高対比8%以上。 ④ 想定時価総額15億元以上、直近2年間のR&D投資額合計5,000万元以上。

(資料)各取引所資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

北京証取の上場企業は2023年6月8日に200社に達し、中小企業が83%、民間企業が88%を占めている。上場企業の8割超が戦略的新興産業・先進製造業に属し、「専精特新

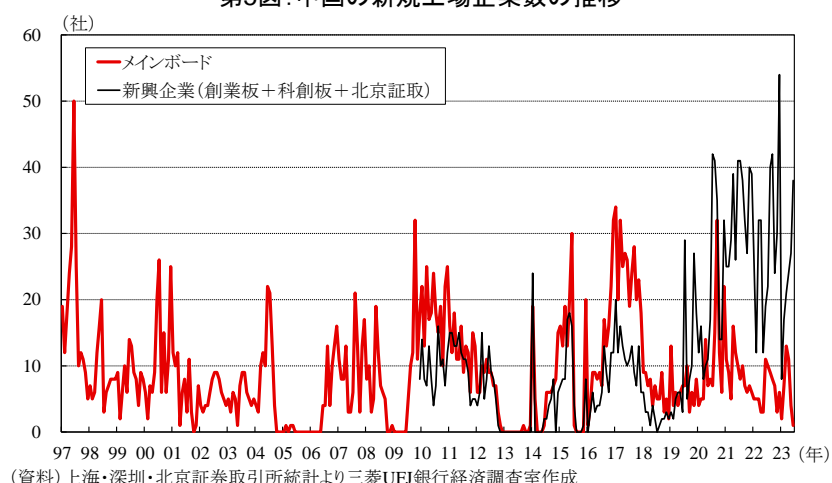


『小巨人企業』」84社も含まれている（専精特新『小巨人企業』：専門性、精巧性、独自性、新規性の4要素を備えた中小企業の中でも高い技術力を備えた企業として政府が認定、約9,300社）こともあり、優良な中小企業の資金調達の間として一定の評価を得ている。また、北京証取の上場申請には新三板市場の「創新層」に1年間の登録を要することから、「創新層」の登録企業も大幅に増えている（北京証取開業時の2021年11月：1,224社→2023年6月：1,899社）。

## (2) メインボードにおける発行制度改革

社会主義体制下の中国における株式市場開設は試験的な取り組みであっただけに、新規株式公開（IPO）にあたっての認可制採用は当然といえよう。但し、当局は株式市場制度整備や株式需給悪化懸念などの理由からしばしば認可を中断したため、認可を待つ企業が600～800社程度にまで膨らみ、新規上場企業数が大幅に減少することもあった（第5図）。こうしたことから、上場を希望する企業はスムーズな資金調達が困難となり、海外上場を目指す誘因ともなった。

第5図：中国の新規上場企業数の推移



そこで、当局は新興市場から試験的にIPOにおける登録制導入に踏み切った。2019年7月の科創板開設にあたっては登録制を採用、続いて創業板については2020年8月に認可制から登録制へ移行、さらに2021年11月開設の北京証取でも登録制を採用した。これらの試行を経て、2023年2月17日、IPOを登録制とする新規則が公布・施行され、ついにメインボードも登録制に移行した。

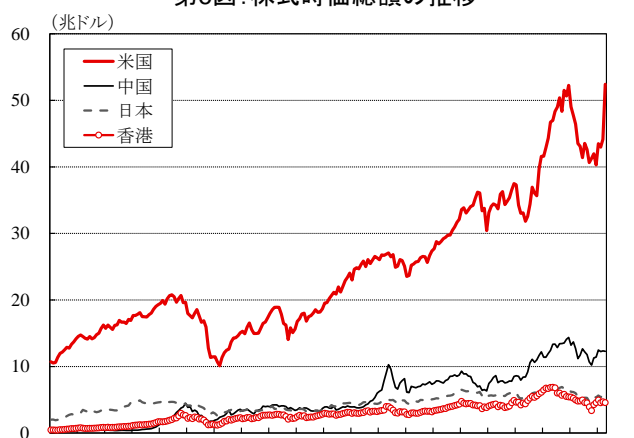
ちなみに同日は証監会から57の規定、取引所・決済機関等から108の細則が公表され、上場要件の簡素化、上場手続き・発行システム・上場企業の資産再編等の改善、投資家保護の強化などがカバーされている。

## 3. 中国株式市場の吸引力向上に求められるファクター

1990年の上海証券取引所開設から約30年と中国の株式市場は歴史が浅く未成熟ながら、

時価総額で見ると、2014年に日本を抜いて世界第2位に達している（第6図、第2表）。もともと、米国に比べれば中国と香港を合わせても3分の1程度にとどまる。

第6図：株式時価総額の推移



(資料) 各国・地域取引所統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

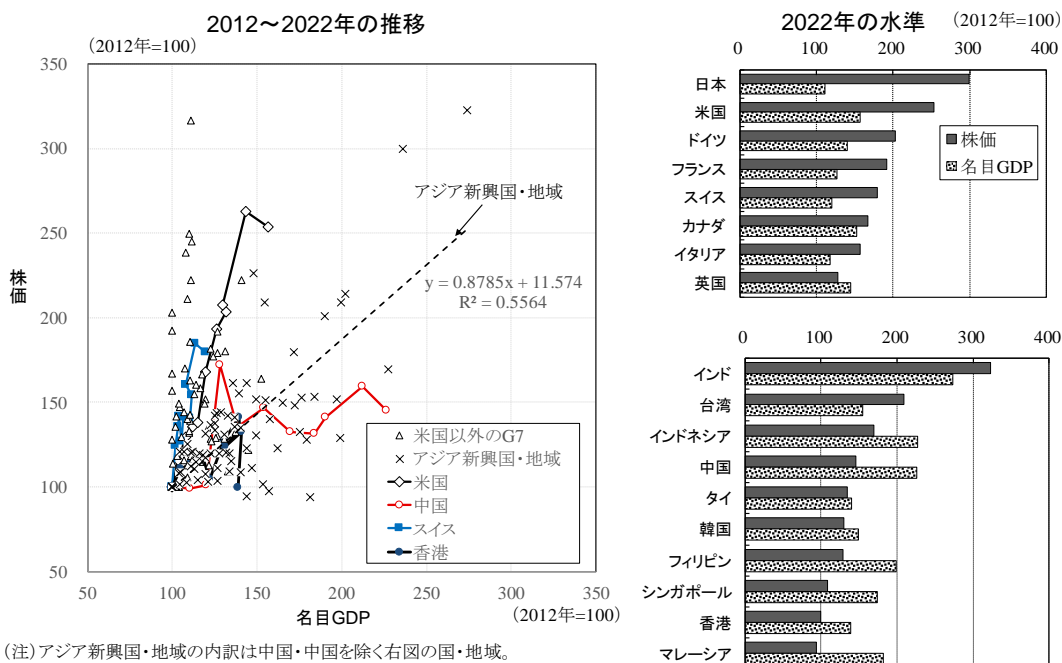
第2表：中国の証券取引所の概要(2023年6月)

		上場企業数	資金調達額(1-6月)	売買代金(1-6月)	株式時価総額
		(社)	(億元)	(億元)	(億元)
メインボード	上海	1,684	2,604	384,605	426,163
	深圳	1,523	1,217	371,772	216,907
新興市場	創業板	1,282	1,087	270,861	122,312
	科创板	542	1,090	87,384	67,233
	北京	204	82	1,325	2,668
店頭市場	新三板	6,463	102	278	21,425

(資料) 各取引所資料等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

長期的な株価動向をみても、中国は過去10年で1.5倍と主要アジア新興国の中でほぼ中位とはいえ、名目GDPの拡大ペース(2.3倍)からすれば見劣りしている。対照的に、同期間、米国においては名目GDP1.6倍に対し株価は2.5倍と大幅に上昇している(第7図)。このようなキャピタルゲインにおける米中間の大きな格差は投資家に対する吸引力にも強く影響を与えよう。

第7図：中国と各国の株価と名目GDP



(注) アジア新興国・地域の内訳は中国・中国を除く右図の国・地域。  
(資料) 各国・地域統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

米中間で合意がなされたとはいえ取引禁止措置を受けるリスクが残る米株式市場を敬遠して中国企業の海外上場先は香港・スイスへシフトしているが、上場メリットは世界最大で最も多くの投資家・企業を惹き付けている米国株式市場には及ぶまい。

米株式市場にアクセスする機会が抑制されている以上、中国の株式市場には投資家・企業への吸引力を高めるべく、一段の改革が急務といえる。近年の北京証取の新設、IPO改

革にも一定の効果はあろうが、海外からはより重要なファクターとして投資家・企業双方の利益に適う透明・公正な制度整備とその執行の必要性が指摘されている。

中国政府もその重要性は認識しており、2022年11月には上場企業の質向上のための3ヵ年計画を策定し、一段の市場整備を志向している。同計画は、①制度・規制体系の改善、②上場企業のコーポレート・ガバナンス向上のための基盤構築、③情報開示制度の整備と上場企業の透明性の向上、④上場会社全体の構造の最適化、⑤上場企業の着実な発展と資本市場の安定的な運営の維持、⑥重大な違法行為を取り締まる長期的メカニズムの構築、⑦上場企業の監督方式転換による監督効率の向上、⑧上場企業の質の高い発展を促進するための協力・連携の強化——と広範な領域をカバーしている。また、メインボードの登録制移行に合わせて不適格企業の上場廃止も増えている。上場企業の質の向上とこれに伴う株式市場の活性化に向けた政府の意欲が窺われるが、その実効性は現時点では未知数といえる。

加えて、投資家・企業は習近平政権が企業の発展よりも安全保障の観点から企業のコントロールを重視しているのではないかと警戒しており、経済回復の遅れや米中対立と同様、株価への重石となっているとみられている（第8図）。習政権の企業に対するスタンスも株式市場の先行きを大きく左右するファクターとして注視を要しよう。



以上

(令和5年7月13日 萩原陽子 youko\_hagiwara@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱UFJ銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。