

# 中国における プライベート・エクイティ市場の現状

神宮 健\*

神山 哲也\*\*\*

## 要約

1. 中国におけるプライベート・エクイティ（PE）市場は拡大しており、2006年には投資額が144.6億ドルに達した。このような成長を受け、世界の機関投資家は中国PE市場への投資を増加させている。
2. 中国PE市場は、国内の資本市場が十分に整備されない中で、海外IPOがエグジットになる形で発達してきた。海外IPOに対する規制は、過去10年間、二転三転してきたが、2006年9月以降、海外IPOによるエグジットは難しくなっている。
3. 近年では、非流通株改革や、会社法及び証券法の改正を経て、国内資本市場の整備が進んできた。PE関連の法律も、外商投資創業投資企業管理規定、創業投資企業管理暫定弁法、パートナーシップ企業法等が出揃い、2008年には創業板上場管理弁法の草稿も発表され、国内PE市場が発展する土台が作られている。
4. 現状の中国PE市場における投資手法を見ると、主にベンチャーキャピタル投資となっており、他のアジア市場と比較して、企業のライフサイクルの早い段階で投資する市場と言える。エグジットは、過去の成功事例が多いことなどもあり、IPOが多い。
5. 主要プレイヤーは外資系PEファームであるが、彼らが中国に投資する際には、規制ないし政府の介入の問題がある。例えば、カーライルによる徐工集団工程機械の買収に見られるように、当局が規制を裁量的に運用する例も見受けられる。
6. 投資対象セクターは、主にIT関連となっているが、近年は国内消費市場の拡大を受けて、それ以外のセクターへの投資も増えている。また、バイドゥやアリババに見られるように、米国で実績のあるビジネス・モデルへの投資事例が目立つのも特徴である。
7. 政府当局が国内市場上場を優先する方針を採用していることもあり、今後、国内市場への上場が重要になっていこう。しかし、経済情勢次第では政府当局が方針を転換する可能性もあるため、中国PE投資に当たっては、引き続き規制の動向に注目する必要がある。

\* 神宮 健 榊野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

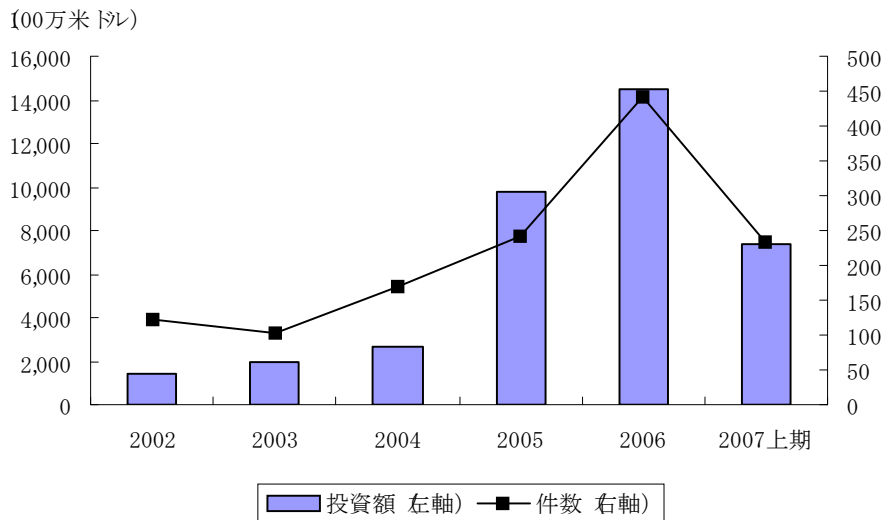
\*\*\* 神山 哲也 榊野村資本市場研究所 副主任研究員

## 1. 注目される中国プライベート・エクイティ市場

中国におけるプライベート・エクイティ（PE）市場が拡大している。アジアの PE 業界に関する専門誌であるアジアン・ベンチャー・キャピタル・ジャーナルによると、中国（台湾含む）における PE 市場の投資額は、2006年には 144.6 億ドル（約 1,000 億人民元）に達しており、4年あまりで 10 倍以上成長した計算となる。また、2007年においては、上半期だけで 74.2 億ドルに達しており、前年とほぼ同じペースで投資が行われている様子が窺われる（図表 1）。

中国PE市場の拡大は、アジアにおけるPE市場の拡大と軌を一にするものである。アジアのPE市場は、世界的に見ると小規模ではあるものの、最も成長性の高いPE市場となっている（図表 2）。実際、米国のカリフォルニア州職員退職年金基金（カルパース）やカリフォルニア州教職員退職年金基金（カルスターズ）といった大型年金基金は既にアジアPE投資を本格的に始めて

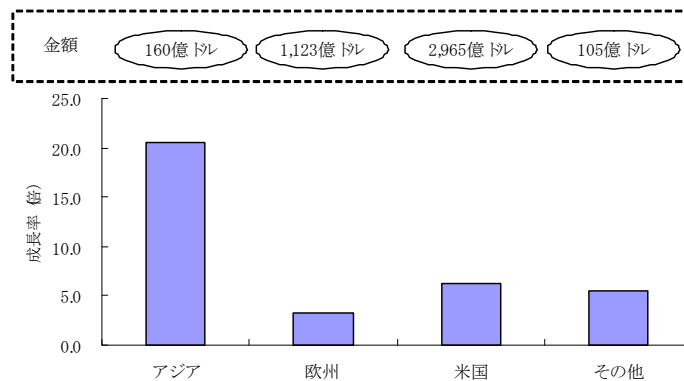
図表 1 中国 PE 市場の投資額推移



(注) 台湾を含む

(出所) Asian Venture Capital Journal より野村資本市場研究所作成

図表 2 世界の PE 市場の成長性 (2003~2006 年)



(注) 1 ポンド=1.95 米ドルで換算

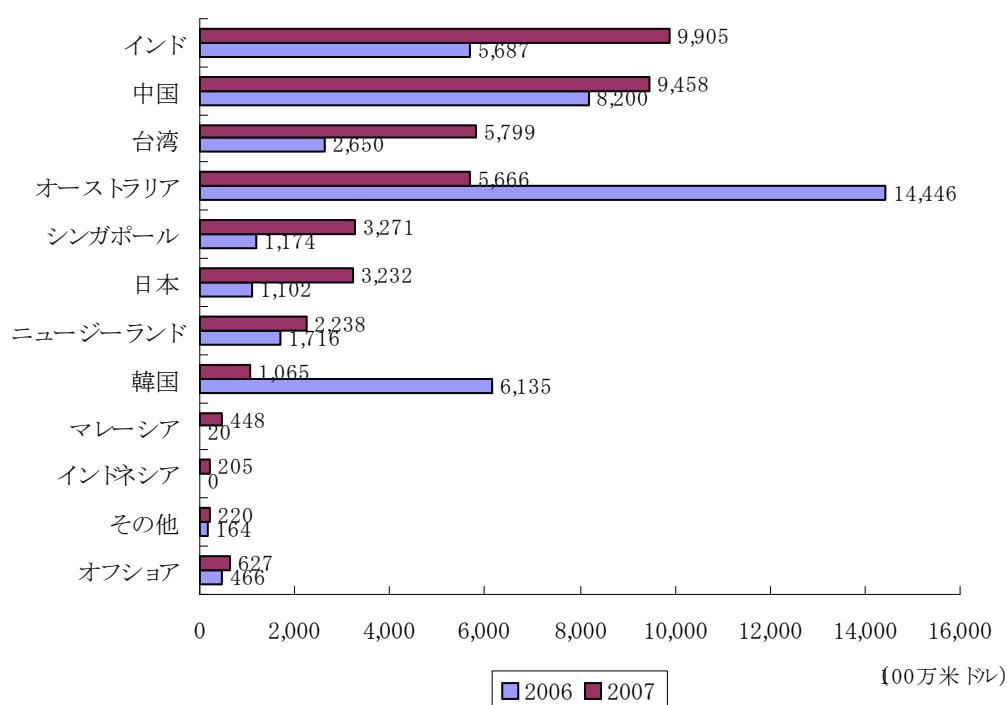
(出所) 英議会下院財務委員会報告書より野村資本市場研究所作成

おり、今後も拡大する方向を打ち出している<sup>1</sup>。

そのアジアにあって、世界の機関投資家が最も有望視しているのがインドと中国である<sup>2</sup>。アジアにおけるプライベート・エクイティの調査機関であるセンター・フォー・アジア・プライベート・エクイティ・リサーチによると、2007年のアジアPE市場の中で最も投資金額が多かったのはインドと中国（台湾除く）であり、それぞれ99.1億ドル、94.6億ドルであった（図表3）<sup>3</sup>。また、新興国PE市場の業界団体であるエマージング・マーケット・プライベート・エクイティ・アソシエーションが世界のリミテッド・パートナー（PEファンドの投資家）81社を対象に行った調査によると、これまでの新興国のPE市場で最も投資実績が多かったのは新興アジア諸国<sup>4</sup>であった。また、今後最も積極的に投資するとされたのもインドと中国であった（図表4）。

本稿では、中国PE市場について、PEに関する規制の変遷と外資系PEファームを中心とした投資活動の実態を中心に紹介する。中国PE市場で中心的な役割を果たすのが外資系PEファームであり、また、（特に外資系PEファームにとって）同市場における最大のリスクが当局の政策変更にあるためである。

図表3 アジア各国におけるPE投資額



(注) その他は、スリランカ、タイ、ベトナム、モンゴル  
オフショアは、米国、英国、カナダ、サウジアラビア

(出所) Center for Asia Private Equity Research より野村資本市場研究所作成

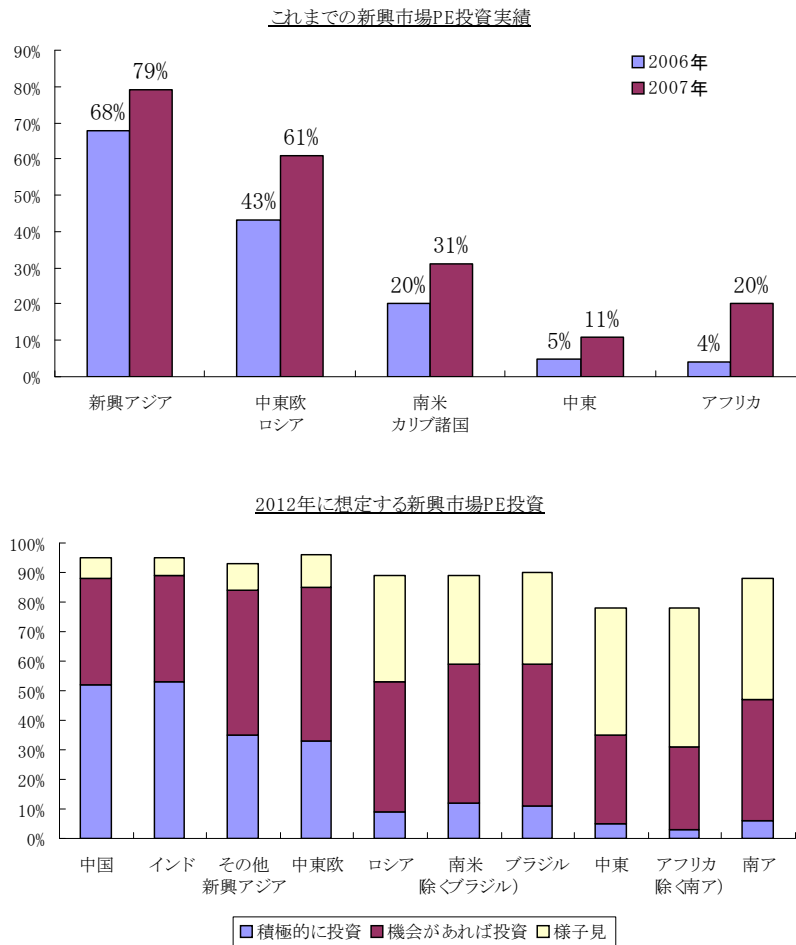
<sup>1</sup> 詳細については、岩谷賢伸「アジア・プライベート・エクイティ投資を活発化する米国機関投資家」『資本市場クォーターリー』2008年春号参照。

<sup>2</sup> インドPE市場については、神山哲也「インドにおけるプライベート・エクイティ市場の現状」『資本市場クォーターリー』2008年春号参照。

<sup>3</sup> 出所が異なるため、2006年の数値は図表1と一致しない。

<sup>4</sup> オーストラリア、ニュージーランド、日本を除く。

図表4 世界の投資家による新興市場 PE 投資



(出所) Emerging Markets Private Equity Association より野村資本市場研究所作成

## II、中国PE市場発展の経緯

以下では、中国における PE 関連の法律・規定の変遷を振り返りながら、政策・規制の変更がいかに関中国 PE の発展に影響を与えてきたかを見ることにする。中国の資本市場が十分に整備されていない中で、中国における PE は、最近まで主にオフショアで発達してきた。但し、過去数年間で、非流通株問題の解決を始めとする資本市場の整備が進み、PE に関連する法律・規定も発表されてきており、今後、国内で PE ファンドが発展する基礎が出来つつある。

### 1. 1980年代からITブームまで

中国において、PEファンドは基本的に政府主導で作られてきた。1980年代後半から1990年代半までは、科学技術の発展をサポートする色彩が濃く、資本市場の観点から育成されてきたわけではなかった<sup>5</sup>。1996年の「促進科技成果转化法（科学技術の成果の産業転化の促進法）」

<sup>5</sup> 李・李 (2008)

(1996年)という法律の名前が示すように、政府の目的は科学技術の成果の産業化であった。

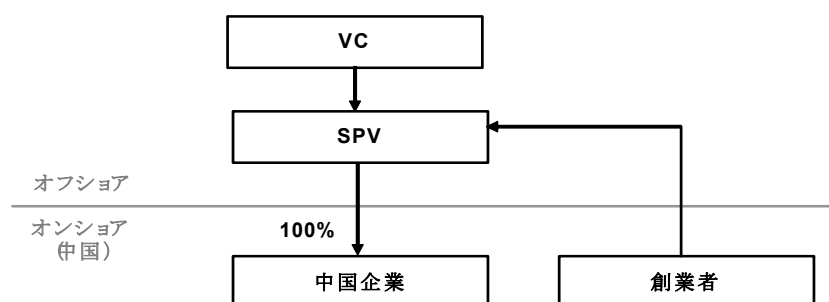
1985年に、国務院の批准により、「中国新技術創業投資公司」が設立された。これが、中国最初のベンチャーキャピタル (VC) ファンドと言われる。また、1989年には、中外合資の VC ファンドも設立された。こうした動きはあったものの、全般的に VC ファンドは発達しなかった。

1997年以降、徐々に VC ファンドが発達した。この時期になると、中国においても情報技術 (IT) 企業が注目されるようになり、海外の VC ファンドも活動するようになった。1999年に、いわゆる「レッドチップ上場」(後述)が、証券会社等により生み出される。1997年6月に国務院の「海外における株式発行と上場の管理のさらなる強化に関する通知」が発表されたものの、規制がはっきりしない状況の中で、レッドチップ上場が盛んになっていった。そして、海外の VC ファンドが投資した中国の IT 関連企業がナスダックで上場するといった成功例が見られるようになった。背景には、国内ベンチャー企業にとって、国内のメインボードへの上場に際して、上場基準が厳しく困難であったこと等がある。

ここで言う「レッドチップ上場」は、以下のようになされる。まず、国内のベンチャー企業の創業者に、海外のケイマン等の租税回避地に殻会社(特別目的会社、以下 SPV)を設立させ、この SPV を当該国内ベンチャー企業の持株会社にする。この時点で、国内ベンチャー企業は外商独資企業になる(オフショア・リストラクチャリング)。そして、海外 VC ファンドは SPV に投資し(SPVが増資する)、その後、この SPV を海外市場で上場させる(図表5)。海外 VC ファンドから見れば、オフショアからオフショアに投資している形となる。また、海外 VC が SPV に投資する際、その持分には、優先権、first refusal(創業者が所有株を第三者に売る場合、VC側に購買の優先権がある)といった権利を付ける。

上記の方法では、国内ベンチャー企業が外商投資企業になるため、外商投資が制限・禁止されている業種(通信、インターネット等)では、SPVが国内に持株会社を別途作り、この持株会社と国内ベンチャー企業との間に商業契約(サービス提供等)を結び、国内ベンチャー企業の利益を吸い上げる方法がとられている(図表6)<sup>6</sup>。

図表5 オフショア投資の仕組み

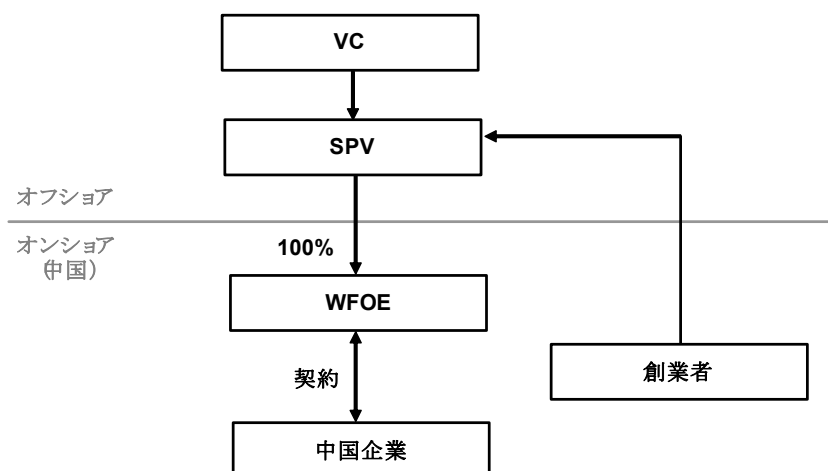


(注) SPVは特別目的会社。中国企業の創業者は、オフショアにSPVを設立し、SPVが中国企業にリターン投資する(本文参照)。

(出所) DLA PIPER 資料を参考に野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> ここで、商業契約を、創業者が履行するかどうか、VC側にとって重要になるので、オフショアにおいてVCと創業者間で契約が結ばれる。これは、商業契約を履行しない場合、創業者の持分をVC側が差し押さえるといった内容である。

図表 6 オフショア投資の仕組み（契約型）



(注) SPVは特別目的会社、WFOEは外商独資会社。  
 (出所) DLA PIPER 資料を参考に野村資本市場研究所作成

この流れは、1999～2000年の世界的なITブームで頂点を迎え、海外上場の成功例が次々と現れる。この時期になると、科学技術の産業化のみならず、VCファンドの資金回収の側面も考慮され始める。具体的には、1999年12月に「我が国のベンチャー投資メカニズム構築に関する若干の意見」が発表された。また、この頃、ハイテク企業板も設立される寸前までいくが、米国でのITバブル崩壊を受けて頓挫した。

## 2. ITブーム後

2001年～2003年は、ITブームが崩壊した後の反動期となり、中国のPE業界は縮小した。ブーム崩壊により種々の問題点が明らかになり、2003年1月には、「外商投資創業投資企業管理規定」（2003年3月1日実施、詳細は後述）が発表された。これは、今日も使われるVC関連の法律体系の一部を成している。

その後、2003年秋の共産党第16期中央委員会第3回全体会議で直接金融重視の方針が打ち出された。2004年1月には、国務院の「資本市場の改革開放と安定的発展の推進に関する若干の意見」（9条意見）が発表され、資本市場改革が本格化する。その一環として、多層型の資本市場構築が打ち出され、ベンチャー投資と創業板設立が推進されることになった。

これを受けて、2005年11月に、発展改革委員会ほか10部門連名で「創業投資企業管理暫定弁法」が発表された（2006年3月1日実施、詳細は後述）。同法では、「VC企業は、持分の上場・売却、持分の協議譲渡、投資先企業による買戻しなどのルートにより、投資資金回収を実現する」（第24条）と規定された。これにより、正式に、VCファンドの資金回収方法が確認されたことになる。

海外上場の状況を見ると、ITバブルが崩壊した2000年から、レッドチップ上場に際しては、弁護士事務所を通して、証券監督管理委員会（以下、証監会）から「無異議函（ノーアクションレター）」を得なければならないことになった。

ところが、2002年にレッドチップ上場した「欧亜農業」でスキャンダルが発生し、証監会の「無異議函」の意義が問われることになった。これを受けて、証監会は、2003年4月以降、国内民営企業の海外上場については、審査を行わない、つまり責任を負わないことにして、「無異議函」は無くなった<sup>7</sup>。このため、2004年には、再びレッドチップ上場が増加するが、徐々に優良資産が海外流出しているとの批判を呼ぶことになった。

こうした中で、2005年に国家外貨管理局（SAFE）が発表した通知（11号令と29号令）が海外上場モデルに依存した海外VCに大きな影響を及ぼした。これらの通知の趣旨は、資金の違法な対外流出・対内流入を取り締まるものであった。但し、SPVを使った違法取引の方法もあったために、SPVに対する監督が厳しくなり、同じくSPVを使うレッドチップ上場にもマイナス影響を与えたものと見られる。

その後、SAFEは「国内居住民の海外特別目的会社（SPV）を通じた海外資金調達及びリターン投資の外貨管理に関連する問題の通知」（75号令）を発表した。75号令の発表と同時に11号令と29号令の執行は停止された。75号令は、国内居住民（法人・自然人）が海外に設立したSPVを通じて国際資本市場で資金調達することを可能にしたものであり、これにより、レッドチップ上場が再開することになる。このように、海外上場に関する中国当局の政策は二転三転してきた。

### 3. 資本市場改革と国内回帰の動き

資本市場改革の面では、2005年から非流通株改革が始まった。これによって、非流通株（法人株を含む）の株主が流通市場の株価上昇の恩恵を得られないといった問題が解決することになった。さらに、2006年には、これまで規制色の強かった「証券法」と「会社法」が改正され、中国の資本市場は規制緩和の方向に向かった。これらの資本市場改革により、国内PE市場が発展する基礎が出来てきた。

2006年5月、国務院は天津濱海新区を改革試験区に定めた。これには、金融改革も含まれ、2006年末に「渤海産業投資基金」が設立された。また、2006年8月には、「パートナーシップ企業法」が改定された（2007年6月実施。詳細は後述）。これにより、海外のPEファンドで一般的である有限パートナーシップ制によるVCが、中国でも正式に認められることになった。また、二重課税の問題も解決されることになった。

さらに、2008年3月には「創業板上場管理弁法」の草稿が発表された（詳細は後述）。これは、創業板における発行条件、発行プロセス、情報開示、監督・処罰について定めている。「直近3年間連続の黒字」といったA株上場の条件が厳しかったことが、ベンチャー企業が海外上場する一因ともされており、創業板の設立により、国内でベンチャー企業が比較的上場しやすい市場ができることになる。

以上のように国内でPEファンド育成に向けた動きが出る中で、海外上場に対しては再び厳しく取り締まる動きが見られた。

2006年9月に、商務部等6部門が連名で「外国投資家による国内企業の合併・買収に関する規定」（10号令）を発表した。10号令は、国内の会社が海外で特殊目的会社を設立する際に、商務部の認可を必要とし、さらにSPVの最終的支配者の身分証明書と海外上場商業計画書等を

---

<sup>7</sup> 「財経」2007年14期

提出することを義務付けた。また、SPV が持分を以て国内の会社を合併・買収する場合、まず、商務部、次に証監会の認可を得る必要があり、その後さらに、商務部から「海外の SPV の持株は営業許可証発布から 1 年以内有効」という注のついた外商投資企業批准証書を得なければならない（10 号令 44、45 条）。つまり、1 年以内に上場しない場合、国内企業の持分の構成を元に戻さなければならなくなったわけである。

これは、以前の 11、29 号令よりも、さらに厳格で、事実上レッドチップ上場の道を再び閉ざすものとなった。背景には、中国の優良な企業・資産が事実上、海外で上場してしまい、監督管理が及ばず、また、税収も減少してしまう状況を食い止める一方、国内上場を進めて国内の資本市場を充実させたいという当局の意図があったと見られる。

#### 4. 最近の動向

2006 年 9 月の 10 号令により、レッドチップ上場は厳しくなっているものの、①2006 年 9 月 8 日（10 号令施行日）以前に仕掛けてあるものは上場しやすい、②上述した商業契約を使い利益を吸い上げる方法ならば、資産の流出にはあたらないという考え方もある。また、最近の A 株市場の低迷が今後も続いたり、創業板の設立が先延ばしになったりすれば、VC の国内における資金回収が難しくなり、厳しくなった規制が再び緩むのではないかと、その思惑も一部にはある<sup>8</sup>。このため、依然として海外上場を資金回収の手段とするこれまでの方法も続くと思われるが、長期的には、ベンチャー企業が国内で資金調達し国内で上場する方向であろう。少なくとも、今後は国内での資金調達、国内での資金回収が、これまでのオフショア方式と同様に重要になっていこう。

国内 PE 投資では、これまで外資系 PE が投資の大半を占めてきたが、今後は国内資本 PE の動きも注目される。第一に、地方政府等が主導する「産業基金」がある。具体例としては、天津市政府が推進する「渤海産業投資基金」がある。予定される規模は 200 億元（当初 60.8 億元）であり<sup>9</sup>、2006 年 12 月 31 日に設立され、2007 年から実際に投資し始めている。また、第二陣として、広東核電基金、山西能源基金、上海金融基金、四川綿陽高技基金、蘇州中新高科等も設立され、現在、第三陣も申請中である。これらの産業基金には、特定の地域の産業育成の意図がある。但し、一部には、行政的な干渉により単なる地方プロジェクトの資金調達手段になることを危惧する向きもあり、実際の運営にも、今後注目する必要がある。

第二に、国内民間部門の PE ファンドである。これまで規模は大きくなかったが、2007 年改定パートナーシップ企業法の実施を受けて、有限責任パートナーシップ型 VC も、数多く設立されるようになってきている。

第三に、今後も市場で中心的役割を担うと見られる外資系 PE ファームに関しては、投資先企業の海外上場が難しくなる中で、国内上場を目指す動きが出ている。一つの方法は、投資先の国内ベンチャー企業（外商投資企業）を外商投資株式有限会社に変更した上で、国内上場（現在は A 株上場）させるものである（オンショア・リストラクチャリング）<sup>10</sup>。実際、2006 年 9 月以降、A 株上場を目指す動きも出ている。もう一つの方法は、外資 PE による国内・人民元ファンドの設

<sup>8</sup> この段落は PE ファンドに対するインタビューに基づく。

<sup>9</sup> 出資者は全国社会保障基金理事会、国家開発銀行、国家郵政儲匯局、天津市津能投資公司、中銀集団投資有限公司、中国人寿保険（集団）公司、中国人寿保険株式有限公司等である。

<sup>10</sup> 条件等については関根（2008 年）参照



立である。これまでも、外資と地方政府による合作による人民元ファンドが多く設立され、既に数十のファンドが存在している<sup>11</sup>。賽富（SAIF）亜州基金と天津市政府の賽富成長基金（天津）創業投資企業が一例である。

ここで、最近、商務部が発表した「2008年全国外商投資受入れに対する指導意見」（2008年3月6日）が注目される。この中で「外資利用方式の革新と外資受入れの拡大」が打ち出されている。具体的には、①外資系VCの設立を促進し、VCの資金回収メカニズムを健全化する、②条件を満たす外商投資企業の中国国内上場を促進する、③M&Aなどの方式による外資企業の国有企業への参入を促進する、等である。これらに加えて、創業板が早期に導入予定であることは既に見たとおりである。このように国内PE市場の育成に向けた動きが見られるが、なお、課題も指摘されている。

外商投資企業の国内上場について見ると、「外商投資株式有限会社管理暫定弁法」（95年）では、外商投資企業の国内上場を特に禁止していないものの、これまで実現例は少なく、上述の商務部の意見に沿って上場メカニズムが整備されるかが注目される<sup>12</sup>。また、国内における有限パートナーシップ型VCの設立についても、地方によって当局の対応が異なり、設立を停止している地方もある<sup>13</sup>。さらに、中国国内では、海外のPE投資において投資家保護のために使われる優先株等について法的根拠が明確でないことも指摘されている<sup>14</sup>。

### Ⅲ、PE関連法規制

#### 1. 外商投資創業投資企業（ベンチャーキャピタル）管理規定（2003年）

「外商投資創業投資企業（ベンチャーキャピタル）管理規定」は、現在も中国国内で外資がVCファンドを設立する際に根拠となる規定である（図表7）<sup>15</sup>。2003年の規定発表時点で、パートナーシップ企業法が改定されていない中で、事実上の有限責任パートナーシップ制度を導入したものである。

同規定では、外商投資VCが非会社制組織形式も会社制組織形式も採ることが可能とされる（第4条）。そして、非会社制組織形式を採用するVC（非会社型VC）の投資家はVCの債務に対して連帯責任を負う。但し、非会社型VCの投資家は、非会社型VCの債務返済に資産が不足する場合、必須投資家が連帯責任を負い、その他の投資家はその出資額を限度に責任を負う旨、VC企業の出資契約において取り決めることができる。なお、会社型の場合は、各投資家が出資額を限度に責任を負う（第4条）。

外資100%の外商投資VCの設立も、規定上は可能であるが、同規定は先進国の実務を導入する意図があるため、実務的には困難であるとされる。また、会社型VCに比べて非会社型VCは審査認可が困難で、これまでの認可例は少ない。非会社型の場合は、有限責任パートナーシップか合作（契約）企業が考えられるが、現在のところ外商投資VCファンドは合作（契約）形態がほとんどである<sup>16</sup>。外商投資VC設立の条件は、図表7の通りである（第6、7条）。

<sup>11</sup> 第一財經日報 2008年1月2日

<sup>12</sup> 関根（2008年）参照

<sup>13</sup> 証券時報 2008年3月25日

<sup>14</sup> DLA PIPERS（2008）

<sup>15</sup> この場合、ファンドは中外合弁の位置づけで外商扱いではなく、内資扱いとなる。

<sup>16</sup> この段落は、DLA PIPER（2008）に依る。

図表 7 外商投資ベンチャーキャピタル管理規定（一部）

<b>外商投資ベンチャーキャピタル管理規定（一部）</b>	
<b>第 6 条</b>	<p>ベンチャーキャピタルを設立する場合、以下の条件を満たさなければならない。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 投資家の人数は 2 人以上 50 人以下で、且つ第 7 条で述べる「必須投資家」が少なくとも 1 人いること。</li> <li>2) 非会社制ベンチャーキャピタルの投資家が払い込む出資金総額(コミットメント額)の最低限度額は 1,000 万米ドル、会社制ベンチャーキャピタルの投資家が払い込む資本総額の最低限度額は 500 万米ドルとする。また必須投資家以外の各投資家の最低出資金総額は 100 万米ドルを下回ってはならない。外国投資家は自由に兌換可能な貨幣で出資し、中国側投資家は人民元で出資すること。</li> <li>3) 明確な組織形式を有すること。</li> <li>4) 明確で合法的な投資先を有すること。</li> <li>5) 経営活動をベンチャーキャピタル管理会社に任せて管理を行う場合を除き、ベンチャーキャピタルは 3 名以上のベンチャー投資に従事した経験のある専門人員を有すること。</li> <li>6) 法律、行政法規が規定するその他の条件。</li> </ol>
<b>第 7 条</b>	<p>「必須投資家」は以下の条件を満たさなければならない。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ベンチャー投資を主要業務としていること。</li> <li>2) 申請前 3 年間のその管理する資本の累計金額が 1 億米ドルを下回らず、かつその内少なくとも 5,000 万米ドルが既にベンチャー投資に使用されていること。また、必須投資家が中国の投資家である場合は、申請前 3 年間のその管理する資本の累計金額が 1 億人民元を下回らず、かつその内少なくとも 5,000 万人民元が既にベンチャー投資に使用されていること。</li> <li>3) 3 年以上ベンチャー投資に従事した経験を持つ専門管理人員を 3 人以上擁していること。</li> <li>4) 投資家の「関連実体」が上述の条件を満たす場合、当該投資家は「必須投資家」の申請ができる。「関連実体」とは、当該投資家の支配している 1 つの実体、或いは当該投資家を支配している 1 つの実体、或いは当該投資家と共に、ある 1 つの実体の支配を受けているもう 1 つの実体を指す。「支配」とは、支配する側が支配される側の 50%を超える議決権を有することを指す。</li> <li>5) 必須投資家及びその上述の関連実体が、所在国の司法機関及びその他の関連監督管理機関からベンチャー投資、または投資コンサルタント業務に従事することを禁止されていないこと、或いは詐欺等の原因で処罰を受けていないこと。</li> <li>6) 非会社制ベンチャーキャピタルの必須投資家の資金総額及び実際の出資額は、投資家の払い込み出資金総額及び実際の出資総額のそれぞれ 1%を下回ってはならない。且つベンチャーキャピタルの債務に対して連帯責任を負わねばならない。会社制ベンチャーキャピタルの必須投資家の出資金総額及び実際の出資は、投資家の払い込み出資金総額及び実際の出資総額のそれぞれ 30%を下回ってはならない。</li> </ol>
<b>第 23 条</b>	<p>(ベンチャーキャピタル管理企業)</p> <p>ベンチャーキャピタルの管理を受託するベンチャーキャピタル管理企業は、以下の条件を満たさなければならない。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ベンチャーキャピタルの投資業務の受託管理を主要業務とすること。</li> <li>2) 3 年以上ベンチャー投資に従事した経験を持つ専門管理人員を 3 人以上擁していること。</li> <li>3) 登録資本或いは出資総額が 100 万人民元或いはそれに同価値の外貨を下回らないこと。</li> <li>4) 健全な内部統制制度を有すること。</li> </ol>

(出所) 「外商投資創業投資企業管理規定」より野村資本市場研究所作成

外商投資 VC は、日常の経営管理を VC 管理企業や他の VC に委託できる（第 21 条）。委託先の VC 管理企業は、国内 VC 管理企業でも外商投資 VC 管理企業でも、国外の VC 管理企業でも良い（第 21 条）。VC 管理企業の設立条件は図表 7 の通りである（第 23 条）。

資金回収においては、投資先企業の持分の売却（及びその他の措置）により収益を獲得する。具体的には、①その他の投資家への譲渡、②投資先の企業との持分の買戻し合意、③国内上場後、

証券市場で譲渡、④法律・行政法規の許可するその他の方式がある（第 34 条）。

課税面を見ると、非会社型VCでは、各投資家が国家税法の関連規定により、別々に企業所得税（税率は 25%）を納税するか<sup>17</sup>、非会社型VCが統一して納税する（第 35 条）。

会社型では、企業所得税 25%を支払う。このため、会社型では、企業所得税と出資者段階の個人所得税が二重にかかる問題が生じる。一方、会社型の有利な点としては、ハイテク中小企業投資（未上場、持分方式で 2 年以上投資）の場合、投資額の 70%を課税所得額から控除できる（企業所得税法第 31 条、企業所得税法实施条例第 97 条）ことがある。

海外送金について見ると、VC に出資する外国投資家の利潤等収益の国外送金は、管理委員会と董事会の分配決議と必要書類（会計事務所の監査報告等）に基づき、外貨口座から支払うか、或いは外為指定銀行で外貨を購入し送金する（第 36 条）。出資分の送金については、法律に基づいて外貨送金が可能で、会社制の場合、現行の外貨管理規定に基づき、非法人型では外貨管理局が別途定めるとある（第 36 条）。

## 2. 創業投資企業管理暫定弁法（2006 年）

「創業投資企業管理暫定弁法」は、創業投資企業（VC）について定めたものである。同法では、VC の投資する企業は、中国国内における成長企業とされており、公開市場に上場している企業は含まない（第 2 条、14 条。但し、投資先企業が上場した後の、未売却の株式は除く）。同法に定められた VC 設立の条件は図表 8 の通りである。

図表 8 ベンチャーキャピタル設立の条件

<p>ベンチャーキャピタルは管理部門に登録する場合、以下の条件を満たさなければならない。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 経営範囲が本弁法の第 12 条に合致していること。</li> <li>▪ 実際に払い込まれた資本金が 3,000 万元を下回らないこと、或いは、最初の払込資本金が 1,000 万元を下回らず、且つ全体の投資家が登録後 5 年以内に 3,000 万元を下回らないように補充することを承諾すること。</li> <li>▪ 投資家数は 200 人を超えてはならず、その内、有限責任会社の形式で設立するベンチャーキャピタルにおいては、投資家数は 50 人を超えてはならないこと。1 投資家のベンチャーキャピタルに対する投資は 100 万元を下回ってはならないこと。すべての投資家は貨幣で出資しなければならないこと。</li> <li>▪ 少なくとも 3 人の、2 年以上ベンチャー投資或いはその関連業務に従事した経験を持つ高級管理職が、投資管理の責任を負うこと。他のベンチャーキャピタル、ベンチャーキャピタル管理顧問企業を管理顧問機関として投資管理業務を委託する場合、その管理顧問機関には、少なくとも 3 人の、2 年以上ベンチャー投資、或いはその関連業務に従事した経験を持つ高級管理職がおり、投資管理の責任を負うこと。</li> <li>▪ 「高級管理職」とは、副經理以上の職務（或いはそれに相当する職務）を担当する管理職である。</li> </ul>
---

（注） 第 12 条のベンチャーキャピタルの経営範囲とは、①ベンチャー投資業務、②他のベンチャーキャピタル等の機関或いは個人のベンチャー投資業務の代理、③ベンチャーキャピタルのコンサルティング業務、④ベンチャーキャピタルへのベンチャー管理サービス業務、ベンチャーキャピタルとベンチャーキャピタル管理顧問機関の設立参与である。

（出所） 「創業投資企業管理暫定弁法」（第 9 条）より野村資本市場研究所作成

<sup>17</sup> 但し、恒久的施設を有しない外国投資家に利益を分配する場合、投資先企業が源泉徴収する。日本など租税条約を締結している場合、配当、キャピタルゲインに対して 10%徴収される（DLA PIPER（2008））。

具体的な成長企業については、中小ハイテク企業を税制面で政府が支持する旨述べていることから（第 23 条）、中小ハイテク企業が想定されていると見られる。

未上場企業への投資は、持分、優先株（優先株に転換可能な株権益なども含む）の方式を採ることが可能である（第 15 条）。1 企業への投資は VC の総資産の 20%を超えてはならない（第 16 条）。また、VC は自社使用以外の不動産に投資してはならない（第 13 条）。未上場企業に投資する以外の資金は、銀行に預金するか、国債、その他固定収益証券を購入することのみ可能である（第 14 条）。さらに、国や地方政府は、創業投資導入基金を設立することができ、出資や担保提供等（第 22 条）、優遇税制（第 23 条）により VC の発展をサポートすると規定されている。

### 3. パートナシップ企業法（2007 年）

パートナーシップ企業法により、有限パートナーシップ企業に法的な基礎が与えられた。パートナーシップ企業は、自然人、法人、その他の組織が中国国内に設立する普通パートナーシップ企業と有限パートナーシップ企業である（第 2 条）。有限パートナーシップ企業は普通パートナーと有限パートナーにより形成され、普通パートナーシップはパートナーシップ企業の債務に対して無限連帯責任を負い、有限パートナーはその出資額を限度にパートナーシップ企業の債務に責任を負う（第 2 条）。パートナーシップ企業の納税については、各パートナーが個別に所得税を納めることになっており（第 6 条）、企業と個人の二段階で課税される二重課税の問題を避けている。

### 4. 創業板上場管理弁法（草稿、2008 年）

2008 年 3 月に「創業板上場管理弁法」の草稿が発表された。創業板は、2008 年中の創設が予定されている。創業板が創設されれば、国内資本市場の空白部分と言われていた、ベンチャー企業用の市場ができることになる。同草稿によれば創業板上場条件等はメインボードに比べると緩い（図表 9）。

振り返れば、1999 年にハイテク企業向けのベンチャー市場を創設しようとしたが、世界的な IT バブル崩壊の影響もあって導入が見送られた経緯がある。その意味では約 10 年の準備の末ようやく状況が整ったものである。具体的には、2006 年の「証券法」、「会社法」の改正で、例えば上場の際の資本金の条件を引き下げる等、創業板設立を考慮した法改正がなされてきたこと、非流通株改革が進み株式市場が本来の姿に近づいてきたこと、機関投資家が育ってきたことなどが挙げられている<sup>18</sup>。一方で、経済発展とともに技術革新型のベンチャー企業が増えつつある中で、優良企業の海外上場が増加し、また、他国の取引所も中国の優良企業に触手を伸ばしていることも、国内優良資産の「海外流出」を避けるという意味で当局を動かしていると思われる。

創業板の取引規定等、細則も現在定められつつある。小口投資家の参入制限、値幅・取引制限メカニズムの導入、スポンサーの上場会社に対する監督指導の強化、支配株主等の上場後の株式売却ロックアップ期間の設定等が、市場安定の点から考慮されている模様である。

<sup>18</sup> 証監会姚剛副主席、3 月 25 日新華社報道

図表 9 上場基準の比較

メインボード(株式の新規公開および上場についての管理弁法)	創業板上場管理弁法(草稿)
<p><b>発行体の資格</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 設立後、営業期間が 3 年以上の株式有限会社。有限責任会社が帳簿純資産価値を株式に換算して株式有限会社になった場合、連続営業の期間は有限責任会社の設立日から計算できる(第 9 条)</li> <li>・ 直近 3 年間、主な経営内容、取締役、高級管理職に大きな変化が無く、実質支配者に変更が無いこと(第 12 条)。</li> </ul> <p><b>財務及び会計</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 直近 3 年の純利益が黒字で、累計で 3,000 万円を超えていること、純利益には非経常損益の控除前と後を比較して小さい方を採用する(第 33 条)。</li> <li>・ 直近 3 年のキャッシュフローの累計が 5,000 万円を超えていること、もしくは直近 3 年の累計営業収入が 3 億円を超えていること(第 33 条)。</li> <li>・ 発行前の資本合計が 3,000 万円を下回らないこと(第 33 条)。</li> <li>・ 直前期末の無形資産(除く土地使用権、養殖権、採掘権など)が純資産の 20%を超えないこと(第 33 条)。</li> <li>・ 直前期末に補填されていない損失が無いこと(第 33 条)。</li> </ul>	<p><b>発行体の資格</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 設立後、営業期間が 3 年以上の株式有限会社。有限責任会社が帳簿純資産価値を株式に換算して株式有限会社になった場合、連続営業の期間は有限責任会社の設立日から計算できる(第 8 条)。</li> <li>・ 直近 2 年間に主な経営内容、取締役、高級管理職に大きな変化が無く、実質支配者に変更がないこと(第 11 条)。</li> </ul> <p><b>財務及び会計</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 直近 2 年間連続で黒字であり、直近 2 年間の累計純利益が 1,000 万円を下回らず、利益が増加し続けていること。</li> <li>・ 或いは、直近 1 年間に黒字で純利益が 500 万円を下回らず、直近 1 年間の営業収入が 5,000 万円を下回らず、且つ直近 2 年間の営業収入の増加率が 30%を下回らないこと。純利益には非経常損益の控除前と後を比較して小さい方を採用する。(第 12 条)</li> <li>・ 発行前の純資産が 2,000 万円を下回らないこと(第 12 条)。</li> <li>・ 直前期末に補填されていない損失が無いこと(第 12 条)。</li> </ul>

(出所) 「株式の新規公開および上場についての管理弁法」「創業板上場管理弁法」(草稿)より野村資本市場研究所作成

## IV、中国PE投資の実態

### 1. 投資手法

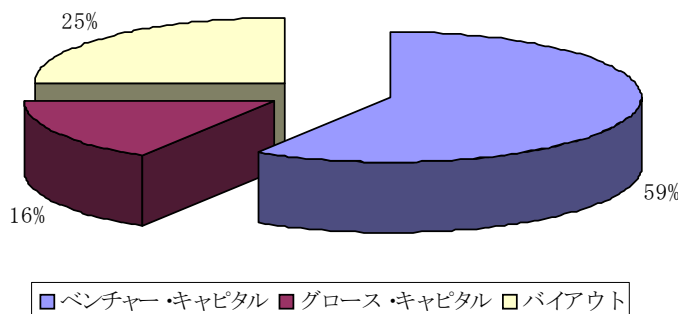
中国における PE 投資では、①拡大する国内市場に財・サービスを提供する企業に対して、② 500 万～1,500 万ドル規模のベンチャーキャピタル (VC) 投資を行い、③新規株式公開 (IPO) を行う、というのが典型的な利益獲得のパターンになっている (拡大する国内市場及び IPO については後述)。

上記②にあるように、中国における PE の投資手法は主に VC 投資であり、他のアジア諸国の PE 市場と比較して、企業のライフサイクルにおいて最も早い段階での投資が行われる PE 市場と言える (図表 10)<sup>19</sup>。例えば、韓国や東南アジア諸国ではパイアウトが主流となっており、インドでは VC より成熟した企業に投資するグロス・キャピタル投資が主流となっている。

中国 PE 市場において VC 投資が主流となっている理由としては、中国が国策としてハイテク分野を中心とした中小企業を育成することを推進しており、前述したように、その手段として VC

<sup>19</sup> もっとも、データの出所によって中国 PE 投資手法の内訳は大きく異なる。例えば、中国 PE 業界のデータを取りまとめ、自身も PE ファンドを運用する Zero2IPO は、中国 PE 業界を VC と PE に分類し、後者が多くなっている。Zero2IPO の言う PE には、パイアウト、グロス・キャピタル、PIPE (Private Investment in Public Enterprises) も含まれるなど、用語の定義で Asian Venture Capital Journal とずれがある点には注意を要する。

図表 10 中国 PE の投資手法（投資額ベース）



(注) 2006年のPE投資案件を対象とする  
 (出所) Asian Venture Capital Journal より野村資本市場研究所作成

投資を奨励してきたことが挙げられる。また、VC投資が多い理由としてもう一つ考えられるのは、中国における起業家精神の浸透である。中国では、オンライン・ショッピングのアリババ（阿里巴巴）の創業者である馬雲（Ma Yun）氏や、インターネット・ポータルサイトのバイドゥ（百度）の創業者である李彦宏（Li Yanhong）氏などが、カリスマ経営者として、とりわけ若者の間で絶大な人気を博している。何れもIPOで巨万の富を得た起業家であり、中国における起業家の目標とされている人物である。筆者が出席した中国のセミナー<sup>20</sup>でも、動画配信サイトのPPライブの創業者である姚欣（Yao Xin）氏（28歳）がパネル・ディスカッションに参加した際、数百人の学生で会場が埋め尽くされ、会場からの質問も同氏に集中するという現象を目の当たりにした。このような起業家に対する社会的なリスペクトが、新たな起業家を生み出す土壌となり、VC投資機会の創出に寄与していることは想像に難くない。

なお、中国では、IPOを控えた企業に投資する、いわゆるプレIPO案件が多いのも特徴である。そのため、VC投資が多いとは言っても、必ずしも創業間もない企業への投資ばかりというわけではない。もっとも、プレIPO案件の是非を巡っては賛否両論があり、より短期的かつ確実に利益を出せるというメリットを主張するPEファームがある一方、デメリットとして、①プレIPO案件ではバリュエーションが高騰しており、VC投資本来の投資収益は見込めない、②デューデリジェンスに十分な時間をかけられない、といった見方もある。

## 2. 投資案件の発掘

中国PE投資における投資案件の発掘で注目されるのが、北京郊外にある中関村である。中関村は「中国のシリコン・バレー」とも呼ばれ、ハイテク関連のベンチャー企業が多数集積している。中関村の近辺には精華大学や北京大学などの大学の他、政府系研究施設も点在しており、産官学一体となってベンチャー企業の発達を促進している構図がある。そのため、中関村にはVCファームも多数集積しており、同地域のベンチャー企業を投資対象とした投資案件を多く手掛けている。

もっとも、中関村以外でも、他のPEファームから共同投資を持ちかけられたり、以前から注目していたアントレプレナーに出資を要請されたり、政府当局からインフォーマルな紹介を受け

<sup>20</sup> 2008年4月11日～12日に深圳にて開催された第10回China Venture Capital & Private Equity Forum

たりと、様々な個人的なコネクションを活用して投資案件を発掘する事例も多い。また、筆者が訪問した PE ファームでは、ほとんどのプロフェッショナルが米国留学経験者であり、留学時代の伝手で投資案件を発掘するケースもあるものと思われる。他方、欧米と比較すると、投資銀行が案件を紹介するケースは少なく、個別投資案件で PE ファーム同士が競合することも少ないようである。

例えば、上記 PP ライブに最初に投資した PE ファームは、ソフトバンク傘下の軟件銀行中国 風険投資 (Softbank China Venture Capital、SBCVC) であった。SBCVC が PP ライブを発掘したのは、SBCVC の担当者がインターネットを閲覧していたところ、充実した動画配信サイトに遭遇し、投資を持ちかけようと考え、電話をかけて会いに行ったことから始まる。当時、PP ライブ創始者の姚欣氏は大学生であり、学生寮の一室から動画を配信していた。そこで SBCVC が、今後事業拡大のために必要な資金額を相談した上で投資し、PP ライブの組織化を手助けしたのだという。

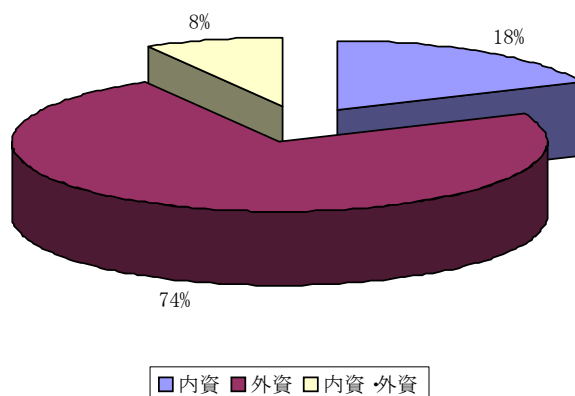
このようなコールド・コール（営業電話）から投資案件を発掘する手法は一般的とまでは言えないものの、他の PE ファームで採用されている事例もある。筆者が訪問したある現地系 PE ファームでは、トップダウン・アプローチで有望なセクターと企業を割り出した上で、コールド・コールから投資案件を開始することを基本方針としているものもあった。

### 3. 外資系PEファームによる投資

中国で投資活動を展開する PE ファームは外資系が多い。Zero2IPO によると、中国における VC 投資の内訳（投資額ベース）は、外資系が 74% となっており、外資系 PE ファームのプレゼンスが高いことが見て取れる（図表 11）。この背景としては、欧米 PE 市場における参加者の増加に伴い、個別案件で競合する局面が増えてきていることを受け、欧米 PE ファームが中国やインドといった新興国の PE 投資を活発化していることが挙げられる。また、現地 PE ファームが資金面・人材面で未発達であることを指摘する向きもある。

但し、外資系 PE ファームが中国で投資する際、規制ないし政府の介入の問題は避けては通れない課題となっている。近年の外資系 PE ファームによる中国企業の買収で政府の介入に遭った

図表 11 VC 投資の内訳（投資額ベース）



(注) 2006年のVC投資案件を対象とする  
(出所) Zero2IPOより野村資本市場研究所作成

象徴的な事例としては、米国大手 PE ファームのカーライル・グループによる徐工集団工程機械のバイアウトがある。

カーライルは 2005 年 10 月、中国建設機械最大手で江蘇省徐州市の市政府系企業の徐工集団工程機械の発行済み株式 85%を 3 億 7,500 万米ドルで取得することで合意した<sup>21</sup>。しかし、外資による基幹産業買収を警戒する中国国内の声を受け、中国政府は 2006 年 6 月、大型で主要な中核設備製造企業の経営権を外資に譲る際には国務院（内閣）関連部門の意見を求めなければならないこととした。更に、同年 9 月には、外国投資家の国内企業買収に関する規定を施行した。これは、外国投資者による国内企業買収暫定規定を置き換えるものであり、重点産業や著名ブランドを有する企業の買収に関しては商務部への報告義務を課した。「重点産業」や「著名ブランド」について明確な定義が存在しないため、中国政府が個別の事案に応じて自国に有利な外資系企業による買収を選別することも可能である。

カーライルは、このような中国国内における逆風を受け、2006 年 10 月には徐工集団工程機械の買収計画を改定した。株式の取得比率を 50%に引き下げた上、董事会（取締役会）にはカーライル側と徐工集団工程機械側から 5 人ずつ派遣し、董事長（社長）は徐工集団工程機械から出すこととした。また、一株当たりの取得価格も引き上げられた。2007 年 3 月には、買収計画を更に改定し、株式取得比率を 45%に引き下げ、董事会の構成についても徐工集団工程機械側から過半を派遣することとした。この時も、一株当たりの取得価格が引き上げられた。つまりカーライルは、中国政府の承認を得るべく譲歩を重ねてきたわけであるが、本稿執筆時点<sup>22</sup>では未だ承認は下りていない。

このように、外資系企業による国内企業の買収に対して政府が保護主義的な姿勢を示す事例は、近年米国や大陸欧州でも指摘されており、アジアでも同様の現象が見受けられる。例えば韓国では、米国大手 PE ファームのローンスターによる韓国外換銀行の株式取得を巡って問題が起きた。

ローンスターは 2003 年 10 月、アジア通貨危機の影響を受けて経営危機に瀕していた韓国 5 位行の外換銀行の発行済み株式 50.53%取得し、黒字化を達成した後、2006 年 5 月、韓国最大手行の国民銀行に売却することで合意した。しかし、外資系企業が短期間で巨額の利益を獲得することに対して韓国国内で不満が噴出し、韓国検察当局がローンスターに対し、不当な低価格で外換銀行を買収した容疑、脱税<sup>23</sup>、外貨密輸入の容疑で家宅搜索する事態に発展した。結局、ローンスターは 2006 年 11 月、国民銀行への外換銀行の売却を白紙撤回したが、外国人投資家の間では韓国に対する不信感が残った。これが、2007 年の韓国 PE 投資額の大幅な減少に繋がったと見ることが出来る（前掲図表 3）。

前述の通り中国でも、政府による裁量的な規制の適用が外資系 PE ファームにとって重大なリスク要因となっている。そのため、中国で活動する外資系 PE ファームの中には、政府の警戒心を喚起しない業種で小規模な投資を行うことを心がけているというものもあった。

<sup>21</sup> 発表したのは、徐工集団工程機械の上場子会社である徐州工程機械科技。

<sup>22</sup> 2008 年 5 月 30 日

<sup>23</sup> ローンスターはベルギーのペーパーカンパニー経由で外換銀行の株式を取得しており、ベルギーと韓国は二重課税回避協定を締結していることから、ローンスターによる外換銀行の売却益に課税することは難しいとされていた。

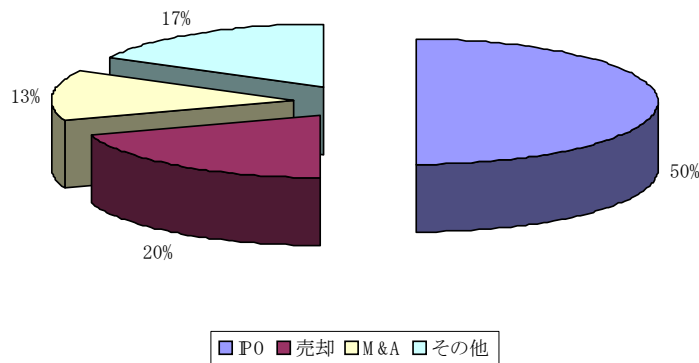


#### 4. エグジット戦略

中国の PE 投資では、IPO が主なエグジット戦略となっている（図表 12）。この点では、トレード・セールも IPO と並んで有力なエグジット戦略とされるインドの PE 投資とは異なっている。中国で IPO によるエグジットが多い理由としては、①投資先企業が売却されるのを好まないこと、②IPO によって巨万の富を獲得するというサクセス・ストーリーがアントレプレナーの目標になっていることなどが考えられる。

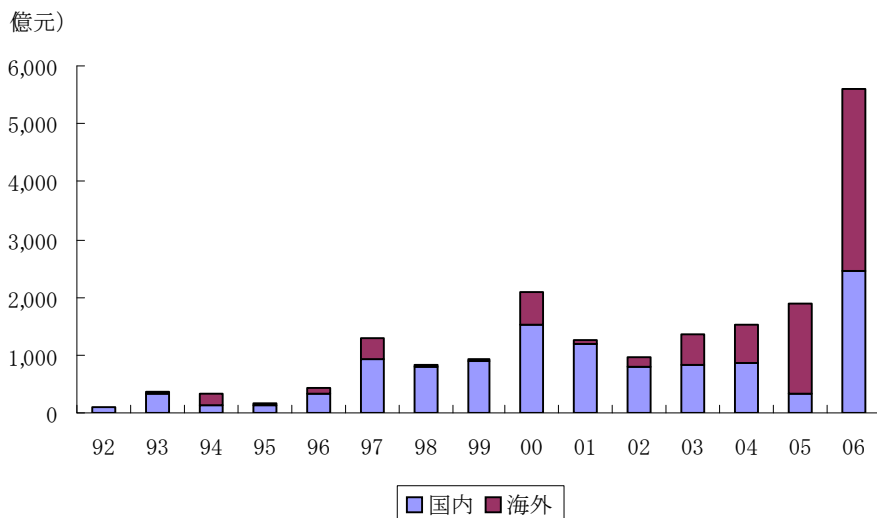
中国企業の IPO は、2005 年 4 月から 2006 年 5 月まで IPO が停止されていたにもかかわらず 2002 年以降一貫して増加しており、2006 年には中国企業の株式市場での資金調達額は過去最高に達した。その中でも特徴的なのは海外市場での資金調達であり、2005 年及び 2006 年では資金調達額の半分以上を占めた（図表 13）。例えば、中国 PE 投資の代表的案件を見ると、屋外広告のフォーカス・メディア（分衆伝媒）とバイドゥはナスダックに、アリババは香港証券取引所に上場した（図表 14）。

図表 12 中国 PE 投資のエグジット内訳（件数ベース）



（注） 2006 年のエグジット件 152 件を対象とする  
 （出所） Zero2IPO より野村資本市場研究所作成

図表 13 中国企業の株式市場における資金調達の推移



（出所） 「中国証券市場大全」野村資本市場研究所編（原典は中国証券監督管理委員会）

図表 14 中国 PE 投資の代表的案件のエグジット

	上場日	上場先	公開価格 (4)	初値 (5)	増加率 (6/a)
フォーカス・メディア	2005年7月13日	ナスダック	17米ドル	20.2米ドル	1.2倍
バイドゥ	2005年8月5日	ナスダック	27米ドル	122.54ドル	4.5倍
アリババ	2007年11月6日	香港証券取引所	13.5香港ドル	30香港ドル	2.2倍

(出所) 各種新聞報道より野村資本市場研究所作成

しかし、2006 年後半以降、中国政府は、国内市場の育成及び優良資産の海外流出防止という観点から、中国企業による海外市場での IPO に対して否定的な姿勢を明確にしている。こうした中で注目されるのが、前述した深圳証券取引所で創設される予定の新興企業向け市場「創業板」である。

## V. 中国PE投資の対象セクター

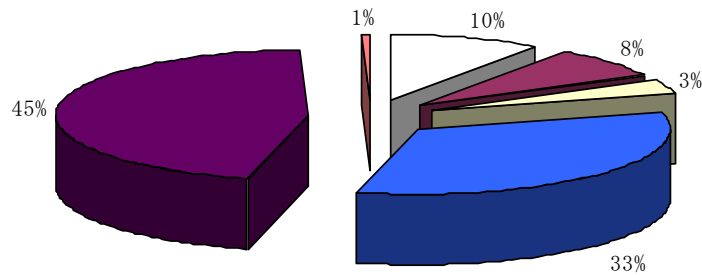
図表 15 は中国 PE 投資の内訳を投資額ベースで示したものである。ここでは、VC、グロース・キャピタル、バイアウトといった投資手法が混在しているが、おおまかに言えば、小規模案件になるほど IT の比率が高く、大規模案件になるほど不動産や素材、日用品、自動車などの伝統的セクターの比率が高くなる。これは、中国において、かつてのバイドゥやアリババがそうであったように、インターネット関連のベンチャー企業が多いことを示していると言えよう。

中国政府が IT を初めとするハイテク産業の育成を重点政策としていたことから、PE 投資、とりわけ VC 投資では IT 関連が多かった。現在でも単一のセクターとしては IT が主要な PE の投資対象となっているが、近年では、IT バブルの崩壊や、国民一人当たり GDP の急速な上昇に伴う国内消費市場の拡大を受け（図表 16）、国内の消費者を相手に財・サービスを提供する企業（図表 15 の中では主に伝統的セクターに属する）へと PE の投資対象がシフトしてきている。このように、PE 投資の重点が、国内消費市場の拡大を受けて、IT から消費者関連セクターにシフトしつつあるという流れはインドと同様である。

個別セクターを見ると、IT 以外では、教育やクリーン・エネルギー、バイオ、ヘルスケアといったセクターが注目されている。教育セクターについては、一人っ子政策の影響で子供一人当たりにかかる教育費が高騰しているという背景があり、幼児期教育サービスから入学試験対策の塾や就職支援学校、語学学校などが投資対象となっている。特に最近では、インターネットを活用した教育サービスが注目されているようである。クリーン・エネルギーについては、中国で工業化に伴う環境汚染の問題が深刻化していることが背景にあり、太陽エネルギー関連の投資案件が目についた。バイオ、ヘルスケア・セクターについては、健康に対する関心の高まりと高齢化、同セクターの成長促進が国是となっていることが背景にあり、医療機器メーカーや病院チェーン、海外製薬会社の研究開発を受託する会社などが投資対象となっている。

中国における PE の投資対象で特徴的なのは、米国で実績のあるビジネス・モデルの中国版への投資が目立つことである。例えば、中国 PE 業界で代表的な投資案件とされるのは、フォーカス・メディア、アリババ、バイドゥであり、筆者が現地で訪問した 15 社の PE ファームのほとんどは、これら 3 社のうち何れかに初期段階で投資した実績を強調していた。このうち、アリババ

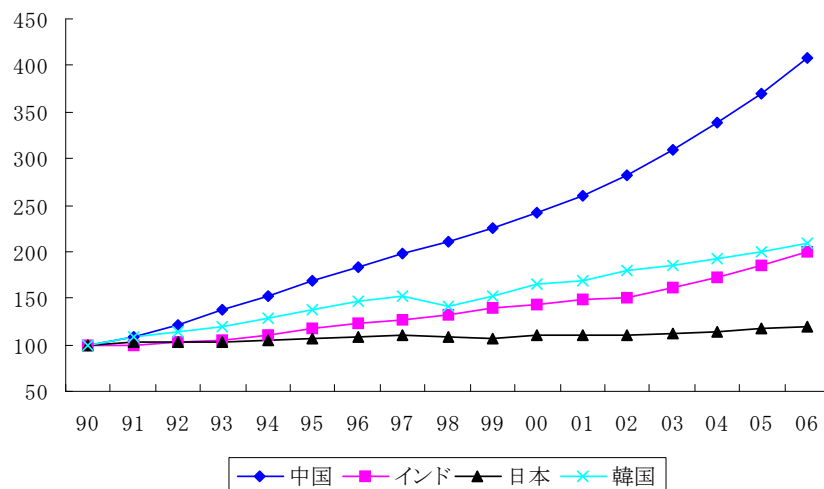
図表 15 中国 PE 投資の対象セクター内訳 (投資額ベース)



□ IT ■ バイオ、ヘルスケア □ その他ハイテク ■ サービス ■ 伝統的セクター ■ その他

(注) 2006年に行われた453の投資案件、147.8億ドルの投資を対象とする  
 (出所) Zero2IPOより野村資本市場研究所作成

図表 16 アジア主要国における国民一人当たり GDP 伸び率



(注) 1990年の各国の名目GDPを100とした場合の伸び率  
 (出所) World Bankより野村資本市場研究所作成

はイーベイ、バイドゥはグーグルの中国版と見る事が出来る<sup>24</sup>。前述のPPライブもユーチューブを範にしたものと言えよう。これらの例に見られるように、中国におけるPE投資の対象となる企業には、真に革新的な技術を持っていることよりも、巨大な国内市場を背景に、利便性の高い商品やサービスを迅速に提供することが求められており、米国のインターネット関連ビジネスがその要件に合致しているというわけである。

<sup>24</sup> 実際、バイドゥのサイトがグーグルに酷似していることはしばしば指摘されている。因みに、バイドゥには日本版もある (<http://www.baidu.jp/>)。

## VI. 今後の展望

今後、長期的には中国経済の成長が続き、起業家精神も旺盛で新たな企業が次々に現れると予想される。また、上記で見てきたように、PE 投資関連の法規制を含む国内資本市場の整備が進む中、中国 PE 市場が発展する条件は揃っていると見える。

他方、政府当局による規制ないし規制の適用方針の変更は、依然として中国における PE 投資の最大のリスクとして残るものと見られる。従来、PE 投資のエグジットは専ら海外市場での IPO であったが、政府当局が国内上場を促進する方針を採用し、創業板の創設が見込まれる中、中国における PE 市場は、国内市場への上場をにらんだ展開になるものと思われる。しかし、足元に見られるような株式市場の調整局面では、政府当局が株式市場の需給関係を改善するために国内市場上場を優先する方針を見直す可能性も否定できず、当面は、海外上場、国内上場を両方にらんだ動きとなる。

このように、中国における PE 投資に当たっては、引き続き政府当局による規制方針の動向を見据えつつ、投資案件を発掘していくことが肝要であるものと思われる。

### 【参考文献】

- DLA PIPERS 「中国投資メモランダム（第2版）」、2008年  
関根栄一「再び注目を集める外資系企業の中国国内上場について」、本誌収録、2008年  
李連発・李波「私募株権投資基金 理論及案例」、中国発展出版社、2008年

### 著者紹介

#### 神宮 健 (じんぐう たけし)

株式会社野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表  
1961年生まれ。1983年早稲田大学政治経済学部卒、1988年 University of California Los Angeles (UCLA) アンダーソン・スクール卒、経営学修士。  
1983年野村総合研究所入社。米国野村総合研究所、経済調査部経済調査室長、同アジア経済研究室長、香港野村総合研究所、野村証券北京代表処などを経て現職。主要著書に『日本再生への処方箋』（共著）、『中国証券市場大全』（共著）などがある。

#### 神山 哲也 (かみやま てつや)

株式会社野村資本市場研究所 副主任研究員  
1975年生まれ。1998年早稲田大学政治経済学部政治学科卒業、2000年早稲田大学大学院政治学研究科修了（政治学修士）。  
2000年株式会社野村総合研究所入社、2002年野村アセットマネジメント株式会社、2004年株式会社野村資本市場研究所、2005年7月同ロンドン駐在員事務所を経て、2007年8月より現職。  
主要論文に「インドにおけるプライベート・エクイティ市場の現状」『資本市場クォーターリー』2008年春号などがある。



Chinese Capital Markets Research