

松 山 大 学 論 集
第 21 卷 第 2 号 抜 刷
2 0 0 9 年 8 月 発 行

中国における創業・投資ファンドの発展と 中小企業資金調達

李

彭

中国における創業・投資ファンドの発展と 中小企業資金調達

李

彭

目次

はじめに

第一章 市場経済化の進展とベンチャー体制の確立

第一節 第一段階（萌芽期）

第二節 第二段階（体制の確立期）

第三節 第三段階（発展・深化期）

第二章 中国におけるベンチャー事業の発展

第一節 中国におけるベンチャー事業の発展

第二節 VCの投資行動について

第三節 VCの経営活動と資金回収について

第三章 中国におけるベンチャー事業発展上の問題点

第一節 中国におけるベンチャー事業発展上の問題点

第二節 ベンチャー事業の発展と中小企業の資金調達

おわりに

はじめに

中国が計画経済体制からの抜本的改革を目指して、市場経済化を目標に“改革・開放”政策を積極的に推進し始めてから、はや四半世紀が経過した。この間多くの紆余曲折を経ながらも、飛躍的な経済発展をとげ、「世界の工場」として世界の注目を集めている。

これまでの経済発展を企業の側面からみると、国有大型企業ではなく、近年発展してきた民営企業、農村部から生まれた郷鎮企業が主導的役割を演じた。

これらの企業は規模が小さく、その経営者が民間人や民間グループであり、中小企業あるいは民営企業、非国有企业と呼ばれている。一方、90年代から中小企業の急速な発展に伴って、さまざまな問題も現れてきた。とくに、資金調達は企業の経営に直面する問題のなかでの最大の障害の1つといわれている。こうした状況の中で、国民経済の6割を超える中小企業の多くは、資金不足に陥り、正常な経営活動を維持することや生産規模を拡大することができず、経済成長比率の低下・雇用の悪化にさらされている。このことは深刻な事態であり、「経済成長終焉論」が主張される主要な論拠の1つとさえなっている。これは、社会の安定および経済の持続的発展と密接にかかわる問題だけに、中小企業が安定的に成長できれば、雇用や経済成長の発展にも寄与することができる。加えて将来的に社会の安定および高度経済発展の維持に対しても決定的な要因になると思われる。それゆえ、中小企業の資金調達問題は現時点においてもなお最重要な経済課題の1つとして位置づけられる。

中小企業の資金調達難は中国だけの問題ではなく、世界的問題である。現在、中小企業金融は1つの研究分野として確立され、それに関する研究が進んでいる。中小企業金融論において、通常、中小企業の社歴が短いことや事業の不安定などの要因があるため、金融機関からの借入が困難であることが指摘されている。とくに、創業時や創業間もない時期における企業やベンチャー企業¹⁾は、金融機関の利用がほとんどできないという点にある。日本では、宮川・川上(2006)²⁾は、「企業金融環境実態調査」³⁾のデータを用いて、新規企業は借入が困難であり、自己資金や親類・友人からの借入の依存率が高くなることを示唆している。また、「ベンチャー企業の資金調達に関する報告書」⁴⁾に

1) ベンチャー企業とは、新技術や高度な知識を軸に、大企業では実施しにくい創造的・革新的な経営を展開する中小企業を指す。出所：『フリー百科事典』

2) 資料：「新規参入企業の生産性と資金調達」宮川努，川上淳之 2006年。

3) 経済産業研究所が行う調査報告書である。

4) 資料：「ベンチャー企業の資金調達に関する中間報告」ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会 2007年

は、ベンチャー企業はその他の中小企業と比較し担保能力が弱くて、また負債によって資金調達が極めて困難であることを示した。さらに、前田（2001）は科学技術政策研究所が実施したアンケート調査、『日本のベンチャー企業と起業家に関する調査研究』を用いて、ベンチャー企業の資金調達について、リスクも高いし初期投資資金も巨額になり、企業の設立および初期の存続自体が難しいことを示した。

中国における中小企業を対象とした実証分析について、李揚 楊思群（2001）は、自らの実証分析に基づき企業の規模および設立段階と資金構造の関係を分析した⁵⁾。その結果、中小企業の多くは創業者の自己資金、ファミリー資金、インフォーマル組織に依存していることを明らかにした。また、梁冰（2005）は自らの実証分析をもとに、中小企業の借入比率が低いことを示し、その原因は担保問題であると指摘した⁶⁾。

これまでの実証分析において、中小企業金融の特徴を検証してきた背景として、最大の問題は、情報の非対称性が存在する前提での銀行借入の選択である。すなわち、情報の非対称性が存在する場合、貸し手である金融機関はリスク回避するため、中小企業に担保を要求し、その結果、借り手である中小企業が担保の範囲でしか信用を受けられないという借入制約に直面することとなる。情報の対称性を緩和する手段として、資金調達の多様化が有効的な資金調達の方法の1つであると考えられる。とくに、80年代に入って、金融規制の緩和が進んでいる中で、ベンチャーファイナンスが新たな資金調達手段として注目され、中小企業資金調達における役割がますます重要となっている。本稿は中小企業資金調達多様化の1つの方法であるベンチャーファイナンスを課題とし、中国におけるベンチャー事業の発展と現状を明示したうえで、中小企業の資金調達における積極的な役割を明らかにしようと試みる。

5) 李揚 楊思群 『中国中小企業融資与銀行』上海财经大学出版社 2001年

6) 梁冰 「我国中小企業發展及融資狀況調查報告」『金融研究』2005年第5号

第一章 市場経済化の進展とベンチャー体制の確立

中国では、1978年からの“改革・開放”政策の転換・推進が、中央集権計画経済体制下の科学技術体制の改革をもたらした。すなわち、経済の市場化が推進されるなかで、従来の旧ソ連・モデルとした科学技術と経済の分離のシステムおよびそれを基礎とした中央集権的な計画体制はほぼ解体されたといえよう。そして、その過程で行政機関であった科学研究機関が企業化され、資金面でも、市場経済に適合する新たな“投資・融資体制”を確立することがめざされるようになってきているのである。

本章では、その目標の1つである“ベンチャーファイナンス”をテーマとし、中国における“ベンチャー体制の確立”を中心に論じる。

第一節 第一段階 萌芽期（1985～1998年）

周知のように、今日において展開されている、農業・工業・国防・科学技術の“4つの現代化”をめざして、“改革・開放”政策は、1978年12月開催の中共11期3中全会の決定に端を発している。この会議は“文化大革命”による社会・経済の停滞と混乱の状態に終止符を打ち、新たな発展の道を切り開いた。すなわち、従来の中央集権的計画経済体制という枠の見直しを含む改革を断行し、あわせて“自立更生”路線も改めて、先進資本主義の理念・資本・技術を導入する方針を打ち出した。

こうした背景の下で、1980年代に科学技術体制改革の展開に伴って、“ベンチャー”という概念も中国政府によって導入され始めている。それからの20年間には、“ベンチャー”政策の進展は資料によって、大きく次の3つの段階に分けることができる。すなわち①1985年に『科学技術体制の改革に関わる中共中央の決定』に始まる萌芽期、②1999年の『我が国ベンチャーシステムの整備に関わる若干意见』の発布に始まる体制の確立期、③2004年1月に『資本市場改革の推進および安定的な発展に関する若干意见』の発布に始まる発

展・深化期である。

中国では、ベンチャーという概念は、1985年に科学技術体制改革の展開に伴って導入されている。周知のように、1980年代に中国政府が“4つの現代化”をめざして、経済体制改革を行い、都市部はその重点の1つであった。すなわち都市部における企業の活性化を目的とし、企業管理に対する権限を次第に拡大して、生産・経営などの面での自主権を委譲し、その結果、中央集権的計画経済体制の一部分が崩れた。また、企業自主権拡大の試行が進むことによって、経営面では市場向け商品の開発や生産に方針が転換され、それに関わる科学技術体制改革をもたらした。

1980年代以前の中国の科学技術体制は、旧ソ連をモデルとした中央集権型に制度化され、国防関係や重工業の発展に関連する科学技術を中心に研究を行ってきた。このような国家主導體制において、政府系研究機関が主な研究開発の担い手であった一方、生産部門である企業とは分離状態となっている。その結果、科学研究の成果を産業の発展に十分に生かしきれず、多くの成果は実験室に残ったままで、商業化にはなかなか結びついてこなかった⁷⁾。この問題点に対して、1985年に中国政府は『科学技術体制の改革に関わる中共中央の決定』⁸⁾を發布し、科学技術の開発を市場向けに行うことを方針とし、科学技術と経済の連携関係・科学研究機関と企業の連携関係を築くことにも重点がおかれた。すなわち科学技術体制の管理において、経済手段が次第に導入され、研究機関が自主的に発展する能力をつけるようにした。そのため、“改革”面では、従来の研究機関に対する厳しい規制を緩和し、委託開発や共同開発、技術移転が認められるなど、市場向け技術開発およびそれに関する取引活動は可能となり、資金面でも、従来の配分制度が次第に廃止される一方、政府各部門・大学・企業・社会集団による技術開発への投資活動を奨励し、高リスクを伴う

7) 参考文献：角南 篤「中国の科学技術政策とイノベーション・システム」『PRI Discussion Paper Series』(No. 03A-17)，経済産業研究所，2003年6月

8) 資料：「中共中央关于科学技術体制改革的決定」1985年3月13日 中共中央文献研究
出所：http://news.xinhuanet.com/ziliao/2005-02/07/content_2557482.htm

ハイテク技術開発に対するベンチャーファンドの設立を支持するなど資金調達多様化の試みが始まっていた。

その実施のためにまず1987年1月に『科学技術体制の改革をさらに推進する国务院の若干規定』⁹⁾が發布され、これによって研究機関の経営権は中央政府から地方政府、企業、各産業の管理部門に譲渡され、資金面では地方政府や政府部門による研究機関への投資活動が認められた。また、1991年になると、ハイテク産業開発区に対する資金優遇措置として、政府部門によるベンチャーファンド・ベンチャー投資会社の設立が認可された¹⁰⁾。これらによって、政府部門、地方政府がリードして、各地で政府系ベンチャーファンドの設立が始まった。1986年に国家科委¹¹⁾、中国財政部が共同で出資し、“中国新技術創業投資会社”を設立した。この会社は中国で初めての創業・投資を目的とした企業であった。また、1989年に香港招商局財団、国家科委、中国国家防衛科学委員会が共同で出資し、“中国科招高技术有限公司”を設立した。この会社は中国で初めての創業・投資を目的とした合資企業であった。その後、一部の地方政府（地方の科委）は応じて、地方範囲でのベンチャー投資会社を設立した。例えば、1992年に、重慶市財政局・重慶市科委・重慶市科技開発区が共同で出資し“重慶科技风险投資有限公司”を設立した。1993年に、浙江省科委・浙江省财政厅がともに“浙江省科技风险投資有限公司”を設立した。1993年に上海市科委が“上海創新科技投資有限公司”を設立した。1990年までに、中国ではベンチャー投資会社はわずか10数社であり、そのほとんどは政府（中央政府と地方政府）による公的資金で設立され、資金規模が小さく、その投資先の多くは政府の重点科学発展計画に関わっている（表1）。例えば、863計

9) 資料：「国务院关于进一步推进科技体制改革的若干规定」1987年1月20日

出所：http://news.xinhuanet.com/ziliao/2005-02/06/content_2553308.htm

10) 資料：「国务院批准国家高新技术产业开发区和有关政策规定的通知」1991年3月6日

出所：<http://www.yfzs.gov.cn/gb/info/lawdata/gjft2001q/gwyf/2003-07/15/1509122874.html>

11) 科学技術委員会の略称。（以下は科委）

画¹²⁾ (1986 年), “火炬” 計画¹³⁾ (1988 年)。

しかし, この段階では, 以上に述べたように, ベンチャー・ファイナンスはなお「科学技術体制改革のもとで, ハイテク産業の資金支援策」と位置づけら

表1 中国における政府系ベンチャーキャピタル投資会社の設立

機 関	創立時期(年)	資本金(億元)	資 本 源
江蘇省高新技術キャピタル投資会社	1992	3	江蘇省財政庁
重慶科学技術キャピタル投資会社	1992	0.13	重慶市財政局, 科委, 科学技術開発区
浙江科学技術キャピタル投資会社	1993	0.6	市財政局, 科委
上海創新科技集団	1993	0.48	上海市科委
深圳高新技術産業投資サービス会社	1995	1	深圳市科委
深圳創新科技キャピタル投資会社	1998	10	深圳市政府 (50%) 中興通信, 海王集団 (50%)
北京高新技術キャピタル投資会社	1998	3.1	北京総合投資会社, 国家開発投資会社, 北京市
北京科学技術キャピタル投資会社	1998	5	北京国際信託投資会社, 北京国際電力開発投資
			北京大地科学技術実業会社
上海キャピタル投資会社	1998	6	上海市政府
深圳創新科技投資会社	1999	7	深圳投資管理会社, 深深宝, 深能源会社
広東省キャピタル投資集団	1999	7	広州市政府

出所: 劉曼紅『中国中小企業融資問題研究』中国人民大学出版社, 2003 年, p. 209

12) 正式には「中国ハイテク技術研究發展計画」と呼ばれる。86 年 3 月, 4 人の科学者が, 「世界の先端技術から取り残されないためにも, 国内のハイテク技術を發展させていくべきだ」として, 党中央に陳情書を提出した。国務院は鄧小平氏の肝いりで科学論証や技術論証を経て, 「863 計画」を打ち出し, 生物, 宇宙, 情報, レーザー, オートメーション, エネルギー, 新素材の 7 分野 (後に海洋技術を追加) を重点分野に決定した。

13) 「火炬計画」とは, 1988 年 8 月にスタートしたハイテク産業の開発, 蓄積, 振興を目的とする一大国家プロジェクトである。主な分野は新素材, バイオ, 電子・情報, 光・機械・電子一体化, 新エネルギー, 高効率省エネ, 環境保全などを指しており, また関連政策として中国国家發展改革委員会は 2007 年 7 月に「中国ハイテク産業第 11 次 5 ヶ年計画」を発表した。

れるため、新たな融資手段ではなく、あくまで科学技術体制改革の枠のなかで、1つの資金配分の試みではないかと言えよう。しかし、このことから、後日の本格的ベンチャーシステム整備への萌芽がすでにこの時期に始まっていたのである。

第二節 第二段階 体制の確立期（1999～2002年）

ベンチャー体制を確立する第2段階は、1999年8月に発布された『技術開発、先端技術の発展、産業化の実現の加速に関する決定』において、ベンチャー投資会社・ベンチャー市場の設立などのことが明確化され¹⁴⁾、ベンチャーシステムの整備が始まった。

すなわち、改革初期には、研究機関を中心に大胆な変革を試みながらも、なお行政機関として位置づけられたことで、「計画を主として、市場を従とする原則」を堅持し続けてきたが、この『決定』において、「“科学技術と経済の分離”という問題が根本的に解決されていなかった」ことを認めたとうえで、「科学技術体制の改革を深化し、技術の開発およびその成果の商品化・産業化を促進する」という政策を打ち出しながら、市場化の概念が導入された。それは、「国有研究機関の企業化および民間研究機関の設立」という改革方針が明確化され、資金面では、資本市場の設立やベンチャーシステムを次第に整備することを明確にした。

そして、この『決定』に依拠して、1999年12月30日に国务院事務庁が『我が国のベンチャーシステムの整備に関わる若干意見』¹⁵⁾を公布し、『意見』はベンチャーシステム整備の目的や投資活動を規定し、それに関する政策・法律

14) 資料：「中共中央、国务院关于加强技术创新，发展高科技，实现产业化的决定」1999年8月20日

出所：<http://www.cbex.com.cn/article/zcfg/gjfg/jscq/200608/20060810010898.shtml>

15) 『我が国ベンチャーシステムの整備に関わる若干意見』は中国科学技術部・国家計画委員会など7つの政府部門によって制定され、1998年12月に国务院に提出したものである。資料：「关于建立风险投资机制的若干意见」1999年12月

出所：<http://www.chinaconsulatesf.org/chn/kj/wjfg/t38740.htm>

の制定を奨励することなどが明確に示された。具体的には、①ベンチャーシステム整備の目的については、「ハイテク技術成果の商業化・産業化を促し、科学技術の進歩による経済成長への貢献比率を高め、良い外部環境を整えることを通じて、企業による技術の開発およびハイテク型企業の創立を促し、産業構造の調整及び高度化を推進する」としている。②ベンチャー投資の定義について、「主に技術開発型成長企業の未公開株式を獲得し、企業の経営・管理・サポートなどのサービスを提供して、企業成長後に株の取引を行うことによって利益を取得する投資行為である」と明確に規定した。③ベンチャーの事業組織形態はベンチャー投資会社（法人）およびベンチャーファンド（有限責任組合）が中心である。④ベンチャーファンド・ベンチャー投資会社はハイテク企業およびハイテク型中小企業を中心に投資活動を行うこと。⑤投資回収手段について、他の株主への売却（Secondary Sale）、自社株買い（buy-back）、新規株式公開（initial public offering：略称 IPO）市場を達成するという3つの選択肢を取り上げている。

これによって、ベンチャー投資も沿海部、経済発達地域に広げられ、各地で地方政府によるベンチャー投資に関する行政命令も制定されている。2000年10月に『深圳市ハイテク産業に対するベンチャー投資暫定規定』が發布された。これは中国で初めて地方政府によって制定された行政命令である。また、2001年10月に、發布された『中関村科学技術園条例』において、中関村科学技術園におけるベンチャー投資活動およびベンチャー投資会社を設立することを奨励することが述べられている。また、資金面では、国有企業や大学が積極的に参加し、投資ブームが起こった。例えば、上海復旦創業管理有限公司（上海復旦大学、2000年）、上海交大創業管理有限公司（上海交通大学、2000年）、清華紫光科技創新投資有限公司（清華大学、2000年）。

以上のように、この段階では、ベンチャー・ファイナンスは依然としてハイテク産業の資金支援策の下に位置づけられるが、投資手段であると明確化されたことは大きな進展である。また、将来的にベンチャーシステムを次第に整備

することが明確化されたうえで、それに関する法律・制度の制定も次第に行われ、ベンチャー体制の確立期に入っていると言える。

第三節 第三段階 発展・深化期（2003～）

ベンチャーシステムが次第に整備されていく発展の第3段階は、2003年10月の中共16期3中全会で採択された『社会主義市場経済体制を補完する若干の問題についての中共中央の決定』において「ベンチャー事業の発展およびIPO市場の整備を推進する」と明確に規定されたことである。ベンチャーシステムの整備が始まった¹⁶⁾

すなわち前段階での改革を通じて、大きな成果を上げたが、なお経済体制が不十分なことで、依然として多くの障害を有している¹⁷⁾ この『決定』において、「我が国経済体制改革の任務は、社会主義市場経済体制を補完すること」であり、現段階の中国では、「経済競争力が弱いなど問題が存在しており、その主な理由は、我が国は社会主義の初期であり、経済体制が不完全である」ことを説いたうえで、市場の役割を強調し、市場経済化をさらに推進すべきであるとしている。それは、「民営企業の設立を奨励し、国有企業の改革が深化する一方、資金面では、「資本市場の充実や市場行為の規格化」は重要なテーマの1つとして取り上げられ、ベンチャー市場の設立およびベンチャーシステムの整備は積極的に推進すると述べられている。

この『決定』に依拠して、2004年1月31日に『資本市場の改革および安定的発展を推進する国务院の若干意見』が發布された。これによって、「その任務の1つは、直接融資の拡大・多層な市場を整備することであり、今後、創業株市場の設立、ベンチャーシステムの充実を推進する」ということである。

そして、これによって、2004年から、資本市場の設立、ベンチャー企業・

16) 資料：「中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决议」2003年10月14日出所：http://sdc.wenming.cn/sdc/content/2008-09/30/content_3047.htm

17) 出所：「中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定」2003年10月14日

ベンチャー投資活動の規範化，“ベンチャー誘導ファンドの設立の3つの進展が見られた。

まず、多層的資本市場の構築について、以下の措置は実施される見通しである。①ハイテク企業の国内のメインボードと中小企業ボードへの上場をサポートする。②公開上場指導期間を短縮させ、許可と手続きを簡素化する¹⁸⁾ ③創業株市場ボードの創立を計画し、ベンチャーキャピタルのメカニズムを完成させ、ハイテク企業の資金調達に便宜を図る¹⁹⁾

また、2005年11月に、『ベンチャー投資企業に対する暫定管理方法』が發布され、このことはベンチャー投資企業の発展およびその経営活動の規範化に大きな役割を果たしていると考えられる²⁰⁾ 例えば、①ベンチャー企業の設立条件について a. 実際に支払い込まれた資本金が3,000万人民币元を下回らないこと、あるいは最初の払込資本金が1,000万元以上を下回らず、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。b. 法人企業で登録の場合、投資者は200人を超えてはならない。一方、有限責任会社の場合、投資者は50人を超えてはならないこと。また、投資家1人あたり投資金額は100万元を下回らないこと、貨幣で出資しなければならないことなどが規定されている。②ベンチャー企業の経営活動については以下の内容に限られている。a. ベンチャー投資業務、b. 他のベンチャーキャピタル等の投資機関・個人のベンチャー投資業務の代理、c. ベンチャーキャピタルのコンサルティング業務、d. ベンチャー管理サービス・ベンチャーキャピタル管理顧問機関の設立に関する業務である。ベンチャー企業の発展を促進するための税制措置を講じる。③投資資金の使用規制については a. 1社への投資金額は総資産の20%を超えてはならない。b. 自社使用以外の不動産に投資してはならない、c. 未上場

18) 中国銀監会「国家重大科学技術プロジェクトを支援する政策性金融政策の実施細則」2006年12月

19) 参考資料：「創業投資企業管理暫定方法」2005年11月

20) 資料：「創業投資企業管理暫定方法」2005年11月

出所：http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbl/zcfbl2005/t20051115_49928.htm

企業に投資する以外の資金は、銀行に預金するか、国債やその他の固定収益証券を購入することだけが可能である。④創業企業に対して、政府側が3つの支援策を策定した。すなわち、政府系導入ファンドの設立、資本参加や融資担保提供などの支援、融資・税制の優遇である。⑤創業投資企業に対し、従来の設立審査許可制から届け制に変更した。届け出を行わない投資企業は、政策サポートを受けられない。

さらに、2008年10月18日に、『ベンチャー投資企業に対する暫定管理方法』の関連法案として、「ベンチャー誘導ファンドの規範・設立・運営に関する指導意見」が公布された。「意見」によれば、ベンチャー誘導ファンドは政府系ファンドに属し、その目的はベンチャー事業の発展を促し、社会資金がベンチャー事業への参入を導く働きを担うものである。また、ベンチャー誘導ファンドは創業投資会社の親基金と位置づけられているため、目的は営利ではなく、創業期における企業やハイテク産業に対する投資支援を行うこととしている²¹⁾。ベンチャー誘導ファンドの運営方式について、資本の提供（共同でベンチャーキャピタルを設立すること）、ベンチャーキャピタルへの担保を提供すること、共同で投資すること（創業期における企業やハイテク企業に限られ、一部の資金を提供すること）と制限される。

一方、資金面では、2002年以降、民間資本が積極的に参入しており、民营企业・民間人によって設立される創業投資会社が増加している。たとえば、代表的事例として養生堂創業投資会社（2003年）、杭州红鼎創業投資会社（2006年7月に5人の民間人によって設立される）金壇鼎藍創業投資会社（2006年、民営）などがある。

以上のような“改革・開放”の推進過程は、従来の中央集権的計画経済体制が次第に解体され、市場経済化されていく過程でもあった。こうした変化の中で、ベンチャー・ファイナンスは、科学技術体制改革の展開に伴って導入さ

21) 資料：「关于创业投资引导基金规范与运作指导意见的通知」2008年10月18日

出所：http://www.gov.cn/zwqk/2008-10/22/content_1127977.htm

れ、市場化が進んでいるなかでその体制が整備され、形成し、次第に充実してきている。

第二章 中国におけるベンチャー事業の発展

この章では、前章に対応させて、ベンチャー制度が次第に形成し、発展しているなかで、中国におけるベンチャー事業の発展及び現状について論じる。

第一節 中国におけるベンチャー事業の発展

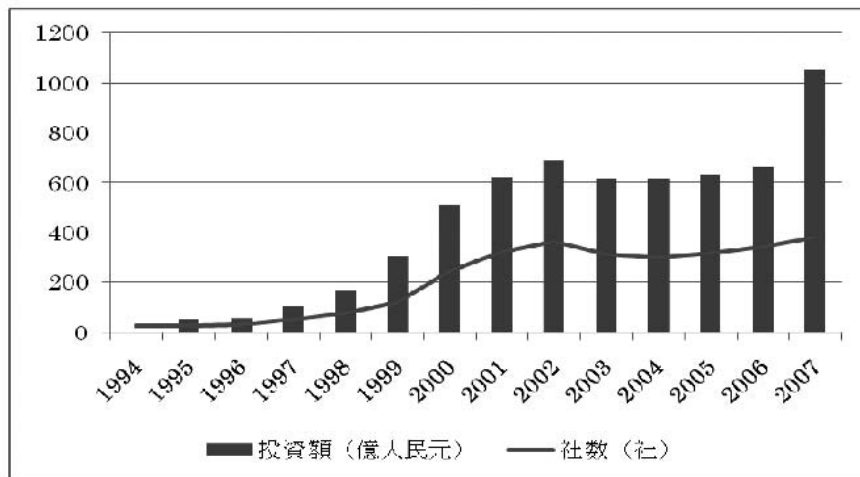
中国のベンチャー・キャピタル市場は、90年代後半から、ベンチャーシステムが次第に整備されることによって順調に拡大している。図1は中国におけるVC (Venture Capital)²²⁾の社数および投資金額の推移を示している。それによれば、1997年に、中国のVCはわずか51社で、その投資金額は101.2億元であり、2002年度には366社までに増加し、投資金額は688.5億元にまで達している。その後一度減少しているが、2007年に再び大幅に上昇したことがわかる。2007年末に、中国VCの社数は383社となり、投資金額は1,051.5億元に達し、この8年間で投資金額は10倍以上の規模にまで成長している。

次にベンチャー・キャピタル投資資金の出資者構成を見てみよう。中国のVCは、政府・国有企業が関連会社として設立した政府系VC²³⁾、事業会社が関連会社として設立した事業会社系（大学が中心に）VC、民間企業・民間人が

22) 「VC (ブイ・シー)」とは、「Venture Capital」の略称。「Venture Business=ベンチャー事業」に、「Capital=資本」を供給することを主たる業務とする組織・会社のことを指します。一般的に創業まもないベンチャー事業においては、担保力が不十分で銀行融資等では満足のいく資金調達ができない。そこで「VC」からの資本導入は有力な資金調達手段となっている。本稿では、利用しているデータは「中国創業・リスク投資発展報告」であり、それによると、報告書のVCはベンチャー・キャピタル管理会社、ベンチャー・キャピタル投資会社、大学など事業発ベンチャー・キャピタル投資会社の3種類が含まれている。

23) 政府系VCは三つのモデルによって構成されている。すなわち、政府出資の投資企業、国有企業出資の投資企業、政府と国有企業共同で出資した投資企業である。

図1 中国におけるVCの社数および投資額の推移（社数、億人民元）



資料：『中国ベンチャー・投資報告書』経済管理出版社、各年度より作成。

表2 中国におけるVCの出資者構成の変化（金額ベース別）

（単位：％）

	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
政府資金	35	39	39	36	35	33
民間企業	23	35	28	33	34	46
金融機関	4	6	7	8	9	6
外 資	35	17	21	11	4	3
その他(大学を含む)	3	3	6	12	11	6
個 人				3	7	6

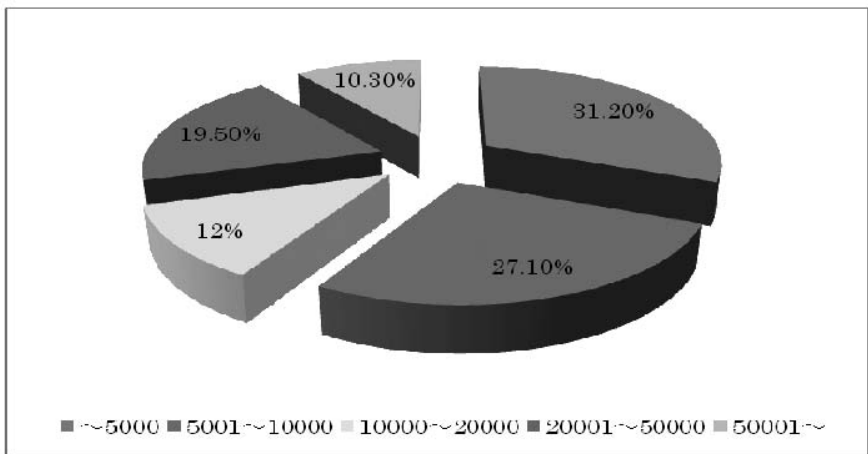
資料：『中国ベンチャー・投資報告書』経済管理出版社、各年度より作成。

設立した民間独立系VC、外資系VC、金融機関係（銀行、証券会社、信託会社）VCと大きく5つに分類することができる。表2は中国におけるVC出資者の構成を示している。それによれば、VCの資金調達源として政府資金からの出資が重要な役割を果たしていることがわかる。2002年からのデータをみれば、政府系VCの資金は35%、39%、39%、36%、35%、33%となり、約全体の3分の1という高い比率を維持している。一方、民間独立系VCからの

出資比率を増加している傾向が見られる。2002 年に比べ、2007 年には民間企業からの出資比率が2 倍までに上昇し、全体の46%になっている。これに対して外資の比率が低下している。2007 年は外資の比率がわずか3 %であり、2002 年の10 分の1 を満たしていない。20 世紀に入って、IT バブルの崩壊によって、外資系 VC のそれに関連するハイテク分野といわれる通信、半導体、IT 事業への投資が大幅に減少しているのである²⁴⁾

中国 VC の資本規模構成をみれば、規模が比較的に小さな VC が中心である。図2 は中国 VC の資本規模の構成を示している。それによれば、資金規模が5,000 万元以下の VC は全体の31.2%，5,001 万元～1 億元の VC は全体の27.1%を占めている。両者を合わせて全体の58.3%になっている。これに対して、5 億元以上の大型 VC はわずか全体の10.3%を占めているにすぎない。中国では、VC の資金調達源として政府資金や民間企業・大学からの出資

図2 中国 VC の資本規模別構成（単位：万元）



資料：『中国ベンチャー・投資報告書』2005 年度のデータより作成。

24) 「中国ベンチャー・投資報告書」によると、2004 年度の外資系 VC の投資金額構成は、通信、IT 事業、半導体の比率が16.7%、15.5%、8.9%であり、あわせれば全体の41.1%をしめ、2007 年になると、その比率が2.4%にまで減少している。

が中心であり、年金ファンド、生命保険会社や証券会社のような大型金融機関の参入は規制されているのである²⁵⁾

これによって、中国 VC の投資規模が大きく制約されていることがわかる。すなわち、1 件あたりの平均投資額をみれば、中国は 1.5 億円であり²⁶⁾、米国 (10 億円)、欧州 (4.5 億円) より大幅に低下²⁷⁾。また、投資額の構造をみても、同じ傾向がみられる。2007 年度のデータをみれば、1 件あたり投資額が 100 万円 (1,400 万円) 未満の件数は全体の 16.1%，101～300 万円 (1,400～4,500 万円) の件数が 17.6%，301～500 万円 (4,500～7,000 万円) の件数が 18.3%，501～1,000 万円 (7,000～150,000 万円) が 18.1% であり、あわせて全体の 70% を超えている (表 3 参照)。

表 3 VC の投資構造 (件数ベース別)

(単位：%)

年 \ 一件当たりの 投資金額	～100万円	101～ 300万円	301～ 500万円	501～ 1,000万円	1001～ 2,000万円	2,001 万円～
2002年	16.40	28.00	19.40	17.40	10.60	8.20
2003年	22.40	22.60	16.50	14.70	12.80	11.00
2004年	25.50	14.60	15.80	18.50	12.20	13.40
2005年	23.90	19.70	15.50	20.00	11.90	9.00
2006年	24.10	25.10	9.00	19.30	12.00	10.50
2007年	16.10	17.60	18.30	18.10	17.40	12.50

資料：『中国ベンチャー・投資報告書 2008 年度』のデータより作成。

25) 経済産業省が開催された「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会 第3回」の資料によると、2003 年末に、アメリカ VC の構成には、金融機関 (年金基金、金融機関、保険) の比率がわずか 8.8% であり、資金ベースの比率が全体 (30.6 兆円) の 67% を占める。このように、金融機関 (年金基金、金融機関、保険) 系 VC の平均規模が大きいと見られている。一方、「中国ベンチャー・投資報告書 200 年度」は、規模が小さい VC は事業系 VC・個人系 VC であり、規模が大きい VC は金融系 VC・外資系 VC であることを指摘している。

26) 出所：「中国ベンチャー・投資報告書」2006 年度のデータより算出 (1 万円＝700 元にて換算)。

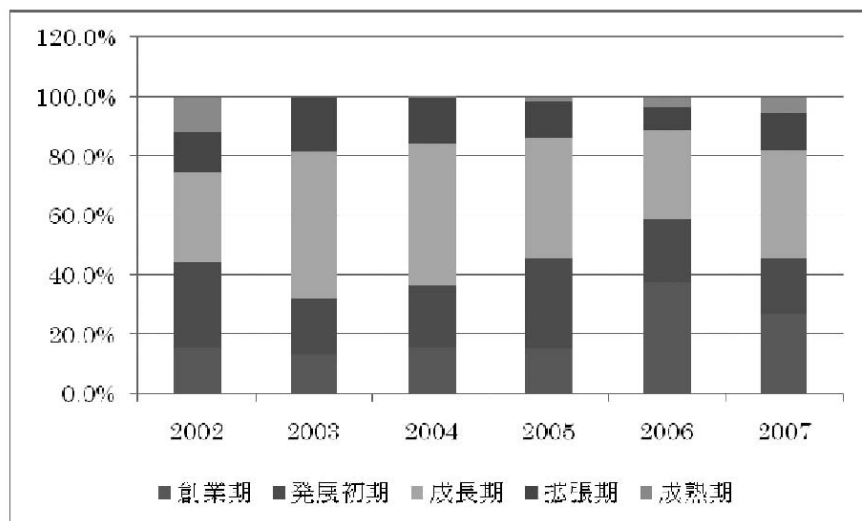
27) 資料：「ベンチャーキャピタルを通じた資金供給－現状と課題」2007 年 10 月 p. 8

第二節 VCの投資行動について

まず、投資段階別に特徴を見てみよう。図3、図4は投資企業数ベースおよび投資額ベースを示している。それによれば、成長前期段階（創業期、発展初期、成長期）への投資が中心となり、特に成長期段階への投資の比重が高い。2002年からの6年間で、成長前期への投資は、投資企業数ベースで84.8%、81.8%、84.5%、86.5%、88.7%、82.2%、投資額ベースで70.6%、59.6%、67.2%、72%、81.1%、59.8%を占めている。そのうち、成長期への投資は、投資企業数ベースで30.7%、49.5%、47.9%、41%、30%、36.6%、投資額ベースで31.1%、37.5%、49.3%、46.8%、39.4%、38.2%を占めている。

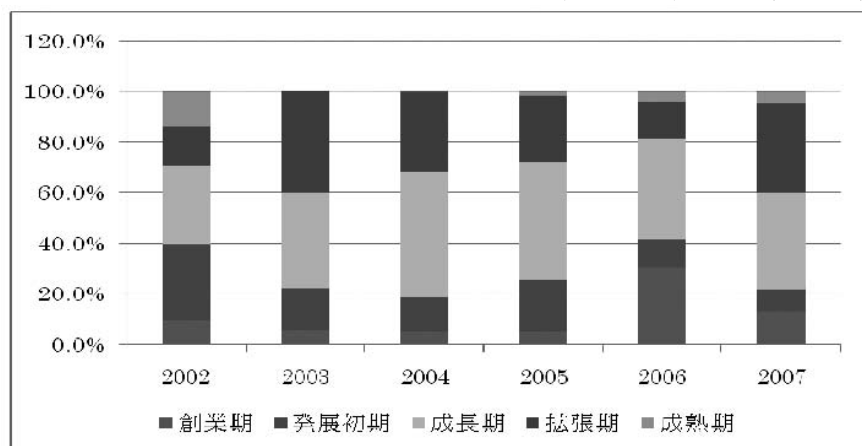
続いて、投資先の産業分野内訳をみれば、表4、表5が示すように、半導体、インターネット、材料開発、通信、生物技術、ソフト開発、IT関連事業など新興産業への投資が高い比率を占めているが、2005年から低下している。2003年から、新興産業への投資比率は、投資額ベースで73.7%、65.2%、71.2%、57%、46%であり、投資企業ベースで76%、74.5%、78.1%、68.5%、63.2%となっている。これに対して、製造業及び金融業への投資比率が上昇していることがわかる。製造業には、2007年の比率が12.6%（投資額ベース）、13.8%（投資企業ベース）であり、2004年に比べ、5.8%と8.4%それぞれ上昇し、金融業は、それぞれ16.7%、2.6%上昇している。（高度経済成長の背景の下で、国内市場・輸出が大幅に拡大していることや2007年に株式市場が大幅に上昇していることが主な原因であると考えられる。また、新興産業では、ITバブルの崩壊の影響を受けて、半導体インターネット、通信、IT関連事業への投資が急に減少し、その一方でソフト開発のシェア（投資額ベース、投資企業ベース）が増加しているが、これはIT産業の中心がハードウェアからソフトウェアに移行していることが理由であると考えられる。このように、中国VCの投資活動は外部経済環境の変化によって、大きく変化している。

図3 中国 VC の成長段階別投資状況（投資企業数別）（単位：％）



資料：『中国ベンチャー・投資報告書』各年度より作成。

図4 中国 VC の成長段階別投資状況（投資金額別）（単位：％）



資料：『中国ベンチャー・投資報告書』各年度より作成。

表 4 中国 VC の業種別投資状況（投資額ベース別）

（単位：％）

業 種	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
半導体	21.1	4.6	16.5	2.1	1.3
インターネット	8.7	1.1	2.7	1.5	0.5
材料開発	8	10.1	5.7	7.5	7.9
通信	7.7	8.2	3.5	4.6	2.9
IT 関連事業	6.3	12.8	9.5	6.3	2.3
生物技術	4.8	4.1	7.4	5.4	2.3
技術サービス	3.9	1.5	2.1	1.2	4.9
医療・薬品	3.6	8.3	4.3	2.7	2
ソフト開発	2.6	4.5	3.5	14.6	16
環境事業	0.5	1	3.1	1.3	1.5
生物技術	4.8	4.1	7.4	5.4	2.3
光電子・光子機一体化	1.7	4.9	5.5	4.4	2.1
エネルギー関連事業	2	3.7	8.8	7	4.6
資源開発	1	2.3	4.5	3.7	1.9
サービス	1.1	2.4	1.7	4.1	1.4
一般製造	10.8	6.8	8.9	11.3	12.6
農業	5.5	9.1	0.5	9.4	1.2
メディア	1.1	5.9	3.2	1.1	2.2
金融	3.9	5.4	3.4	3.8	22.1
小売業	0.7	1.9	0	0.6	1.1
核事業	0.2	0	0.3	0	0
その他	4.6	4.9	4	7.6	8.3

資料：『中国ベンチャー・投資報告書』各年度より作成。

次に投資先企業の規模を見てみよう。投資先企業の規模をみれば、資本金規模が 500 万元以下の企業への投資比率が依然高い比率を占めている。2002 年から 2006 年の間に、その比率が 70.1%, 68.7%, 68.5%, 73.3%, 69.2% となり、2007 年に一度低下したが、それでも 60%を超えている（表 6）。また、設立年別投資状況をみれば、設立 1 年以内の企業への投資比率が高い比率が占めるものの、設立 5 年以上の企業への投資比率が上昇していることがわかる。とくに、2006 年から、成長期・拡張期段階における製造業や金融産業への投

表5 中国VCの業種別投資状況（投資企業ベース別）

（単位：％）

業 種	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
半導体	3.7	3.9	4.8	2.4	3
インターネット	1.5	2.1	2.4	2.6	2.4
材料開発	9.6	9.4	7.6	10.3	9.6
通信	4.9	6.9	6	4.1	2.7
IT関連事業	11.6	14.8	8.8	6.4	5.2
生物技術	7.4	5.1	8.2	7.9	5.6
技術サービス	7.2	3	3.3	2.2	2
医療・薬品	8.9	8.2	6.1	5	3.3
ソフト開発	7.4	7.3	10	12.5	17.1
環境事業	1.7	2.1	2.7	2.2	2.2
生物技術	7.4	5.1	8.2	7.9	5.6
光電子・光子機一体化	4.7	6.6	10	5.0	4.5
エネルギー関連事業	2.2	1.8	4.5	5	5.7
資源開発	0.7	1.5	3.6	1.2	1.2
サービス	1.2	1.8	3.3	3.4	1.9
一般製造	10.6	5.4	6.7	6.7	13.8
農業	2.2	3.3	1.8	3.1	1.2
メディア	0.7	3	2.7	2.2	2
金融	4.7	2.4	2.4	4.3	5
小売業	1	1.5	0	1.9	1.2
核事業	0.2	0	0.3	0	0
その他	6.4	8.5	3.6	10.6	9.2

資料：『中国ベンチャー・投資報告書』各年度より作成。

表6 中国VCの投資企業の状況（資本金規模別）

（単位：％）

年 \ 資本金規模	～500万元	501～ 1,000万元	1,001～ 3,000万元	3,001～ 5,000万元	5,001万元～
2002年	24.10	17.40	28.60	16.50	13.40
2003年	25.80	15.90	27.00	12.30	19.00
2004年	27.10	17.10	24.30	9.90	21.60
2005年	34.40	12.80	26.10	8.90	17.80
2006年	28.20	13.20	27.80	14.10	16.70
2007年	26.70	12.80	20.30	13.10	26.70

資料：『中国ベンチャー・投資報告書』各年度より作成。

表7 中国 VC の投資先状況（設立期間別）（単位：％）

年 \ 設立期間(年)	～ 1	1 ～ 3	3 ～ 5	5 ～
2002年	17.2	47.6	22.3	12.9
2003年	26.7	42.4	15.7	15.2
2004年	27.7	36.4	20.1	15.8
2005年	32.0	33.7	16.3	18.0
2006年	18.8	32.1	16.5	32.6
2007年	24.2	17.4	15.8	42.7

資料：『中国ベンチャー・投資報告書』各年度より作成。

資が大幅に増加していることによって、設立5年以上の企業への投資比率が14.6％、10.1％と急速に上昇している（表7）。

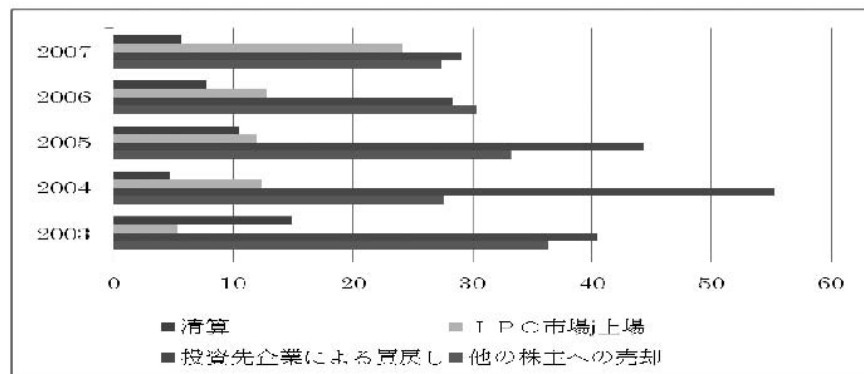
第三節 VC の経営活動と資金回収について

VC が投資資金を回収する代表的な方法としては、他の株主への売却(Secondary Sale)、投資先企業による買戻し (buy-back：自社株買い)、IPO (initial public offering) 市場上場、清算の4つの選択肢がある。図5は中国 VC の資金回収手段の変化を示している。それによると、他の株主への売却・投資先企業による買戻しは依然として主な回収手段であるが、低下している傾向も見られている。2003年から、他の株主への売却は全体の36.3％、27.6％、33.3％、39.4％、27.4％を占め、投資先企業による買戻しは40.4％、55.3％、44.4％、28.4％、29％を占めている。これに対して、IPO (initial public offering) 市場上場の比率が上昇している傾向が見られている。一方、他の株主への売却、買戻し、清算の比率が低下している傾向が見られている。2003年からのデータを見れば、IPO の比率は5.4％、12.4％、11.9％、12.7％、24.2％となり、この6年間で18.8％上昇している。中国のベンチャー市場は次第に整備されていること、2006年から株式が大幅に上昇した背景の下で IPO 市場に上場した企業は急速に増加しているのである。

一方、VC の経営状況をみれば、ハイリスクとハイリターンという特徴が見

図5 各投資回収手段の変化

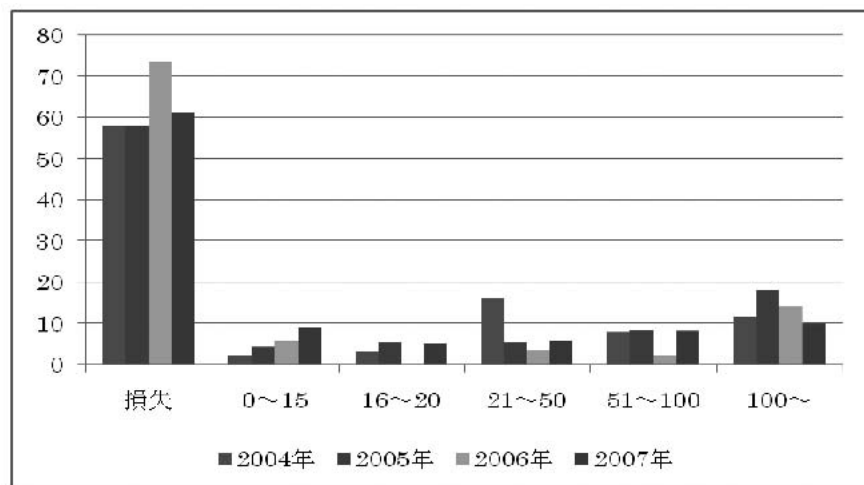
(単位：%)



資料：『中国ベンチャー・投資報告書』2008年度のデータより作成。

図6 中国VCの収益状況

(単位：%)



資料：『中国ベンチャー・投資報告書』2005年度のデータより作成。

られる。2004年からのデータを見れば、損失したVCの比率は依然高い比率を占めるものの、収益比率が高いVCも高い比率を占めていることがわかる。この4年間で、損失したVCの比率は58.1%、58.1%、73.8%、61.2%を占め、収益比率が50%以上のVCの比率が19.7%、24.9%、16.7%、18.4%を占める（図6参照）。

第三章 中国におけるベンチャー事業発展上の問題点

第一節 中国におけるベンチャー事業発展上の問題点

前章では、中国におけるベンチャー事業の発展および現状について述べてきたが、この章ではその問題点を指摘する。『中国ベンチャー・投資報告所 2006年度』によれば、現段階でベンチャー事業発展上の主な問題点として、IPO市場が未発達・未成熟であることをあげ、本来の目的であるリスクの比較的高いベンチャー企業への資金供給に役立っていないことを指摘している。その原因を明らかにするため、以下では、中国におけるベンチャー市場の発展および現状について述べることにする。

1. 中国における“中小企業株市場”の構想

中国のIPO市場といえば、深圳証券取引所における“中小企業株市場”であり、2004年6月25日に設置された。“中小企業株市場”構想²⁸⁾は当初、貸し渋りにあっている中小企業、特にベンチャー企業のために株を発行できる市場を整備し、市場から直接資金を調達できるようにする目的であった。

しかし、今回導入された仕組みは、深圳証券取引所のメインボードの中に新たに中小企業株市場という区分を設けるというものである。したがって、従来構想されていたようなメインボードから独立した新しい市場を創設するというのではなく、メインボード内に新しく中小企業や成長企業を対象とする区分を設けることである。（実際、中国のIPO市場の創設については、メインボードへの影響や証券市場改革の進展状況などを考慮して、3段階で進められること

が考えられており、今回は第1段階という位置づけであるといわれている。今後、第2段階としてはメインボードより緩和された上場基準の導入、そして、最終的に独立した市場として分離されることが計画されている²⁹⁾。

一方、今回の制度と既存市場との関係について、「2つの不変」と「4つの独立」と表現されている。すなわち、証券の発行や取引、ディスクロージャー（情報公開）など、適用される基本的な法制は原則として既存市場と同じであり、取引所の上場基準も同じである（2つの不変）。一方で、売買システムなどの市場運営は既存市場と独立のものを利用し（運営の独立）、取引の監督管理システムも独自のものを設置（監察の独立）、さらに分別が容易のように統

28) 中国では、2000年に深圳証券取引所にベンチャー市場を創設する構想があった。しかし、当時、ベンチャー市場に対する国内の見方について、賛成派と反対派の間で激しく対立があって、一時的に停止された。大きく二分されていた。賛成派と反対派の主張の要旨は以下の内容であった。賛成派の主張：①いま資本市場から資金を獲得したい中小企業や民間企業は非常に多く、そのなかには業績も良く、潜在能力の高いものも多い。しかし、メインボードへ上場するにはハードルが高すぎる。それゆえにベンチャー市場を設立し、こうした小型の有望企業に資金調達の道を開くべき。②現在のメインボードは歴史的な問題から、国家株、法人株などの流通が認可されていない。これはベンチャー投資のリスクヘッジとリターン確保に矛盾することです。ベンチャー市場設立を通してハイテク企業投資への投資環境を改善することは、ベンチャー資本の流動性を高めることにつながる。③ベンチャー市場は中小のハイテク企業の成長を刺激し、中国ハイテク産業の実力を高めます。また、経済構造の進歩・改善は中国企業の競争力を高めることとなります。④ベンチャー市場開設に関する技術的な蓄積は十分にある。⑤韓国、インドなど、発展途上国においてもベンチャー市場はすでに設立されている。反対派の主張：①ベンチャー市場は米国、英国において比較的成功しているが、失敗した例も多い。92年にAMEXに設立されたECM (Emerging Companies Market) は95年に閉鎖、オーストラリアなどもうまくいっていない。②ベンチャー市場の上場基準などは当然、かなり緩やかなものになると予想されるが、ディスクロージャーなど国内市場の透明度の低さなどを鑑みると、上場を利用しブラックマネーが暗躍する可能性がある。③現段階の国内市場の監督管理体制はまだ不十分で、ベンチャー市場のリスクが高いことを考慮すると不安材料が残る。④現在のメインボードは投機性が高く、短期資金が市場のリスクを高めている。このような状況で倒産なども珍しくないベンチャー市場を開設させると、市場の安定性をさらに欠く恐れがある。この後、相場の低迷で市場の拡大も大きな制限を受けることになる。また、証券監督管理委員会も国有企業の問題改善に主眼を置いたため、民営企業や中小企業向けの環境改善はさらに困難となった。このような状況のもと香港のGEMへの上場希望が日増しに増加、香港証券取引所も関係法規の整備を急ぐよう中国の証券監督管理委員会に働きかけ、新市場を軌道に乗せようとした。

29) 資料：「深圳証券取引所が設立する中小企業ボード区分に関する報道向け」深圳証券取引所 2004年5月19日

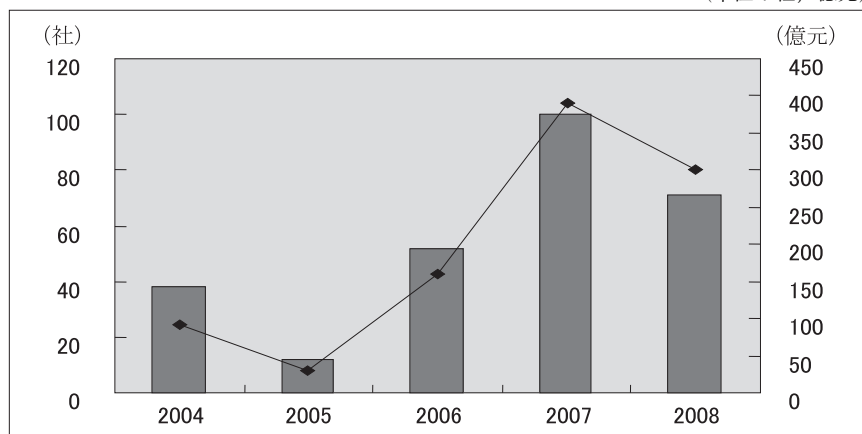
一した証券コードを新たに設定（番号の独立）、株価指数も独立して計算する仕組み（指数の独立）が採用される（以上、4つの独立）。このように、現段階での“中小企業株市場”の仕組みをみる限り、従来構想されていた中小企業による株発行市場の実現は、直接金融が中小企業のなかでも比較的大企業に近い中堅企業に限られると考えられる。しかし、将来的に“中小企業株市場”はメインボードから独立させられ、より緩い上場基準を設置することが予想され、利用する企業が増えていくと推測される。

2. “中小企業株市場”の発展現状

2004年6月に取引が開始してから、すでに4年半が経った。この間、大きな発展を遂げた。深圳証券取引所企業中小板は取引初日で8社が上場され、2008年末に273社に達している。また、調達した資金は973.38億元となり、1社あたり3.57億元となっている（図7参照）。上場企業の資産規模を見れば、平均で2.3億元、メインボード上場企業の15分の1である。一方、A株上場

図7 中小企業株市場に上場した企業数および融資金額の数位

（単位：社，億元）



資料：深圳証券取引所ホームページより作成。

表8 中国・中小板に上場した企業業種別状況

業 種	社数(社)	比率(%)
食品・飲料	7	2.56
織物	15	5.49
木材・家具	3	1.1
印刷	10	3.66
石油化学	39	14.29
電子	29	10.62
金属・非金属	28	10.26
機械	52	19.05
医薬品	13	4.76
その他	10	3.66
農業	5	1.83
金融	1	0.37
エネルギー	1	0.37
建築・リフォーム	5	1.83
物流	2	0.73
情報技術	22	8.06
不動産	5	1.83
採掘業	3	1.1
小売業	8	2.93
サービス	11	4.03
メディア	2	0.73
総合	1	0.37
合計	273	100

資料：深圳証券取引所ホームページより作成。

企業の平均時価総額が32.28億元に対して、中小板の上場企業は22.96億元で約0.7倍の水準となっている。

一方、メインボードと異なり、中小板に上場された企業の多くは民営企業（170社、全体の62.27%）であり、また、業態を見れば製造業の比率が高いと見られる（206社、全体の75.46%）。とくに、機械（52社、19.05%）、石油化学（39社、14.29%）、電子（29社、10.62%）は上位に位置している（表8参照）。

3. 中小企業株市場設立の役割

中小企業株市場（ボード）の設立は中国資本市場の発展に大きな役割を果たしているといえる。以下は4つの役割を取り上げる³⁰⁾

- ① 多層的な資本市場システムの整備が重要な課題である。一般的に成熟した市場であれば、複数の市場から構成されている。たとえば、アメリカの株式市場であれば、メインボード、ナスダック（中小企業ボード）、店頭市場の3つの部分から構成されている。これらの市場の間に補完的な関係を持つため、規模ではなく、優良企業であれば上場することが可能である。一方、中国でも、このような市場を目指して、株式市場の整備が進んでおり、中小企業ボードの設立はその市場の一部であると考えられる。
- ② 中小企業資金調達ルートが多様化している。すなわち、“中小企業株市場”の設立は、中小企業・ハイテク企業に対し、市場から資金調達できる直接金融への道を拓き、資金調達の多様化・円滑化を進めている。
- ③ 中国の“創業株市場”（新興市場）の設立を推進することである。すなわち、中小企業株市場（ボード）の設立はある意味で“創業株市場”導入の考えが示されている一方、その導入の加速化も強調している。また、これに通じて、将来的に“創業株市場”の設立・運営におけるリスクや問題点を明らかにし、順調に発展できるようにすることが必要である。
- ④ ベンチャー事業の発展を促す役割を果たしている。“中小企業株市場”の設立は、ベンチャー企業の株式公開に対する意識を高める作用をしている。一般的に、IPO（initial public offering）市場の上場はベンチャーキャピタル資金回収の重要な資金回収手段であり、ベンチャー企業の株式を上場すれば、巨大な利益を獲得されることが考えられる。そのため、多くの民間資金・外資が積極的に参入することが予想され、ベンチャー事業の発展を促すことが考えられる。

30) 王力『中小企業上場および投資指南』2005年、中国機械工業出版社 p.5

4. 現段階での問題点及びその原因

その一方、現段階での中小板も様々な問題点を抱えている。以下では、2つの問題点を取りあげる。①上場している企業は比較的に規模が大きな企業に限定されている。本来の目的である小企業やベンチャー企業への資金供給に役立っていないことである。2008年12月末に、中小板に上場した企業はすべて資本金規模が1億元（14億円）以上の中型企業であり、最大規模は4.5億元を超えている。②上場企業の産業分野内訳をみれば製造業の比率が高く、ベンチャー企業（研究・開発型企業）の比率が低い。表7に示すように、2008年12月までに、上場している273社のうち、製造会社は206社であり、全体の

表9 中国・中小板に上場した企業業種別状況

業 種	社数(社)	比率(%)
食品・飲料	7	2.56
織物	15	5.49
木材・家具	3	1.1
印刷	10	3.66
石油化学	39	14.29
電子	29	10.62
金属・非金属	28	10.26
機械	52	19.05
医薬品	13	4.76
その他	10	3.66
農業	5	1.83
金融	1	0.37
エネルギー	1	0.37
建築・リフォーム	5	1.83
物流	2	0.73
情報技術	22	8.06
不動産	5	1.83
採掘業	3	1.1
小売業	8	2.93
サービス	11	4.03
メディア	2	0.73
総合	1	0.37
合計	273	100

資料：深圳証券取引所ホームページより作成。

75.46%を占めている。これに対して、ベンチャー企業と呼ばれる電子や情報技術、医療・薬品会社の社数は、29社、22社、13社であり、僅か全体の23.44%を占めているにすぎない（表9参照）。

こういった状況をもたらした要因は上場基準が高いことであると見られている。表10は中国（深圳市場）、日本（マザーズ）、アメリカ（ナスダック）、ドイツ（ノイアーマルクト）、香港（GEM）の上場基準（純資産、時価総額、税引き前利益、事業実績、株主数）を示したものである。まず、純資産をみれば、深圳取引市場の場合は7.143億円であり、ナスダック市場の4億円を超え、ノイアーマルクト市場（1.5億円）より大幅に高くなっている。また、上場する際の時価総額を見ても、深圳取引市場は57億円以上の規模の企業に限定され、ナスダック（52億円）、ノイアーマルクト（5.75億円）、マザーズ（5億円）に比べ、高い基準が設定されている。さらに、企業の利益、株主の人数において、深圳取引市場は3年連続黒字で、その利益総額は3,000万元以上、株主の人数1,000人以上という厳しい条件を付けて、その他の市場より高い上場企業を設定されている。また、知的所有権は、企業の創業資金になる場合、

表10 中国・日本・アメリカ・ドイツ・香港のベンチャー市場の上場基準の比較

	深圳	マザーズ	ナスダック	ノイアーマルクト	GEM
純資産	7.14億円		4億円又は税 前利益7,500 万円	1.5億円	3.75億円
時価総額		25億円	50億円	なし	
税引き前 利益	3年連続黒字 で、その利益 総額は3,000 万元以上	なし	7,500万円	なし	なし
事業実績	3年	1年	1年	3年	2年
株主数	1,000人	150人	200人	流通株比率が 25%以上	100人

参考資料：1. 「ナスダック、ノイアーマルクトと日本、アジアのベンチャー市場」山 恵司 2001年

2. 「香港のベンチャー証券取引、GEMの現状」資本市場クオーターリー 2002年

（注）1ドル＝1ユーロ＝100円＝7人民元＝8HDドルで換算

20%までに制限され、ハイテク型・開発型企業の上場に大きな障害となっている。

上場基準が高く設置される理由は法的規制であると考えられる。すなわち、中国では証券取引市場の“上場基準”は「会社法」および「証券法」によって制定される。したがって、従来の「会社法」、「証券法」は大型国有企業を対象に制定されたものであり、中小企業による資本市場参入への大きな障害となっている。一方、2006年に「会社法」、「証券法」が改正され、中小企業による資本市場参入規制が大きく緩和された。

表11は主な改正内容を示している。例えば、株式会社の設立条件については、改正後の法律は株式有限会社の法定最低登録資本金を1,000万元から500万元に引き下げ、公開・上場時の最低株式資本の要件を5,000万元から3,000万元に引き下げた。同時に、株式会社が新株を公開発行する際の収益性指標についても、企業設立後3年以上、過去3年連続黒字との要件を取り消し、「持続的な収益性を備えており、財務状況が良好であること」に変更した。その他、企業の上場条件について、「保有株式の額面価格が1,000元以上の株主数が1,000人以上いること」という規定を取り消した。また、株式の譲渡について、発起人は会社設立日から3年間は株式を譲渡してはならないとする規定が1年間に短縮され、取締役、監査役、高級管理職も任期内に株式を譲渡することが認められた。（ただし、1年あたりの株式譲渡の上限（25%）が定められるとともに、退職後半年以内は持ち株を譲渡してはならないと規定された。）さらに、取引方式について、従来禁止された大口取引が認められ、市場以外は証券取引所での取引が容認されることになった。これによって、証券市場の発展に関する法的環境が大きく改善させられ、企業の上場基準が緩和されることが予想される。

さらに、2008年に、中国政府が“創業株市場”の設立も計画し、多層な資本市場構築へ向けた動きが始まった。表12はメインボードと創業株市場上場基準（草案）を比較したものである。それによると、将来の創業株市場の上場

表 11 『会社法』『証券法』改正のポイント

改正前	改正後
<p>株式会社の設立条件について：</p> <p>最低登録資本金：1,000万元以上 上場時価総額：5,000万元 設立後経過年数：直前事業年度末で3年以上 利益：直前3年連続黒字 公開支援・上場審査について：引き受け枠の制度³¹⁾</p> <p>株の譲渡について：発起人が保有する株式は会社設立日から3年間譲渡してはならない。また、役員・監事・高級管理職が保有する株式は在任中に譲渡してはならない。</p> <p>取引方式について：大口、証券市場外の取引が認められない。</p>	<p>最低登録資本金：500万元以上 上場時価総額：3,000万元以上 持続的な収益性を備えており、財務状況が良好であること。 公開支援・上場審査について：保証推薦人制度³²⁾</p> <p>発起人が保有する株式は会社設立日から1年間譲渡してはならない。また、役員・監事・高級管理職が保有する株式は会社設立日から1年間譲渡してはならない。ただし、1年後でも、1年あたりの株数は所有総数の25%を超えてはならない。 大口、証券市場外の取引が認められる。</p>

出所：『会社法』『証券法』による整理，作成。

基準（上場資格・財務および会計・経営実績・純資産）はメインボード市場より大幅に緩和したことがわかる。例えば、上場資格については、創業株市場の場合は営業期間が2年となり、メインボード市場より1年間短縮された。また、純資産についても、2,000万元となり、メインボード市場より1,000万元下がった。

以上のように、現段階では、中国のIPO市場は整備されている段階であり、市場の不完全やそれに関する制度・法律の整備が遅れることは、ベンチャー事業の発展に大きな制約となっている。

31) 引き受け枠の制度とは、上場を希望する企業が引受証券会社の推薦を受け、証監会（証券監督委員会）および取引所に上場申請を行い、証監会に設置された株式発行審査委員会が最終的に認可する制度である。井上 武「上場制度を見直し中国株式市場」『資本市場クォーターリー』2004年春号を参照。

32) 保証推薦人制度とは、株式の新規上場や発行を指導した証券会社および担当者が保証推薦機関及び代表人として、証券発行後も一定期間、発行体を監督指導しなければならない、仮に発行体の情報開示などに問題があった場合、保証推薦機関や代表人に対しても相応の責任が追及されるという制度である。

表12 中国におけるメインボードと創業株市場上場基準の比較

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）	創業株市場上場管理弁法（草案）
<p>上場資格： 設立後、営業期間が3年以上の株式会社（第9条）。</p> <p>直近3年間、主な経営内容、取締役、高級管理に大きな変化がなく、実質支配者に変更がないこと（第9条）。</p> <p>財務および会計 直近3年間の純利益が黒字で、累計で3,000万円を超えていること（第33条）。</p> <p>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）</p> <p>上場前の資本総額が3,000万円を下回らないこと（第33条）。</p> <p>上場直前期末の無形資産（除く土地使用权、養殖、採掘権など）が純資産の20%を超えていないこと（第33条）。</p> <p>直前期末に補填されていない損失が無いこと（第33条）。</p>	<p>上場資格： 設立後、営業期間が2年以上の株式会社（第8条）。</p> <p>直近2年間、主な経営内容、取締役、高級管理に大きな変化がなく、実質支配者に変更がないこと（第11条）。</p> <p>財務および会計 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。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比率が30%を下回らないこと（第12条）。</p> <p>上場前の資本総額が2,000万円を下回らないこと（第12条）。</p> <p>上場する際に、現金資産は総資産の30%を超えること。</p> <p>前期末に補填されていない損失が無いこと（第12条）。</p>

資料：①『株式の新規公開および上場についての管理弁法』

②『創業株市場管理弁法』

第二節 ベンチャー事業の発展と中小企業の資金調達

通常、大企業に比べて、中小企業の貸出額が小さく、倒産確率が高いため、中小企業向け貸出はリスクが高く、コストが大きいことが指摘される。このため、貸し手と借り手の間に「情報の非対称性」が生じることとなり、信用リスクが不明瞭な中小企業への貸出を控え、条件を厳しくして対応することになる。

しかし、以上の問題を指摘された背景として、情報の非対称性とそれにとまなう銀行融資（間接金融）という資金調達手段の選択があげられる。なお、周知のように、金融機関の機能は信用創造であり、安定的な金利を獲得するため、

リスクの高い事業へ投資を避けるようにしている。それ故に、新規企業や創業まもなく企業は高いリスクを抱えるため、金融機関からの資金調達が困難となり、通常資本市場の活用、あるいは投資家の役割が重要となる³³⁾。金融機関（間接金融）と投資家出資（直接金融）の2つ資金調達手段の違いについて、忽那憲治（1997）はリターンを獲得方法は根本的な違いであることを明らかにしている。すなわち、銀行融資の場合はリターンの獲得が金利に限定され、これに対して、投資家出資のリターンは可能性としては上限のない利潤率であることから、後者のほうがリスクの許容度が大きいと指摘されている。このように、企業の規模・所属する産業部門の制限ではなく、優良な企業であれば、直接金融の利用が可能となる。

一方、各国のVCの投資行動をみれば、ベンチャーファイナンスは中小企業資金調達において、重要な役割を果たしている。ベンチャーファイナンスといえば、その投資先はソフトウェア、通信、医療など新興産業あるいは研究開発型ベンチャー企業に限られるということをよく言われるが、実際、それだけではない。ベンチャーファイナンスは高いリスクを伴う投資を指すため、その投資先はある産業に限定されるものではないはずである。また、各国の状況をみても、様々である。例えば、イギリスVCの投資先企業は、消費者関連部門とサービス業への投資が中心であり、ハイテク部門への投資が少なく、また、日本でも、VCの投資先企業は成熟部門への投資が中心となっている³⁴⁾。なお、各国の共通点としては上場前段階の企業に限られて、そのほとんどは中小企業である。

中国でも、ベンチャー投資は中小企業資金調達問題対策の1つとして、期待されている。1999年に国務院は「わが国ベンチャーシステムの設立に関する報告書」の審査を行う際に、ベンチャーキャピタルは優先的に小企業に投資す

33) 仮屋広郷「ベンチャー企業のニーズと商法改正」法律時報74巻10号p.39-44

34) 資料：忽那憲治『中小企業金融とベンチャー・ファイナンス』東洋経済新報社、1997年、p.141。

ることを示した。また、2002年に発布された「中小企業促進法」において、ベンチャーシステムの整備は資金調達対策の1つとして取り上げている。さらに、前節で述べたように、中小企業が利用できる資本市場も次第に整備されている。

以上のことから明らかなように、中小企業金融の特徴に対して、ベンチャーファイナンスは自らの優位性を持つため、それに対応可能な資金調達手段の1つであると考えられる。現在、世界では、ベンチャーファイナンスは中小企業の資金調達において、有効な方法であると見られ、中国でも、中小企業資金調達対策の1つとして仕組まれている。

お わ り に

中国では、1980年代後半から、私営企業の発展・中小国有企業の民営化によって、中小企業が急速に発展してきた。一方、その過程のなかで様々な問題が現れてきた。特に資金調達問題は最も深刻な問題の1つである。

中小企業資金問題の対策として、資金調達の多様化が有効な手段であると考えられる。そのうち、ベンチャーファイナンスは1つの方法であると考えられる。特に資金需要・不確実性が高いベンチャー企業はベンチャーファイナンスを利用している割合が高いといわれている。一方、中国でも、80年代から、“科学技術制度の改革の一環として、ベンチャーファイナンスの導入が始まった。その後、市場経済化の進展に伴って、ベンチャーシステムが設立され、次第に充実されている。この20年間の発展を通じて、ベンチャーファイナンスは重要な資金調達手段の1つとして、独自のシステムが確立され、中小企業・ハイテク企業の資金調達において、大きな役割を果たしているとみられる。しかし、現段階では、ベンチャー市場の整備や、それに対応した法律・制度面での基盤整備が遅れているため、その役割が十分に果たされていない。今後、ベンチャーシステムの充実が進んでいくことによって、中小企業資金調達における役割がより重要となるに違いない。

参 考 資 料

- 上坂卓郎著「ベンチャー企業論入門」2006年 中央経済社
- 植田浩史「中小企業・ベンチャー企業論」2006年 有斐閣
- アイ・ピー・オー「ベンチャー企業株式公開への道」2001年 清文社
- ウィリアム・D・バイグレイブ, ジェフリー・A・ティモンズ「ベンチャーキャピタルの実態と戦略」1995年 日本合同ファイナンス訳
- 忽那憲治「中小企業金融とベンチャー・ファイナンス: 日・米・英の国際比較」1997年東洋経済新報社
- 秦信行, 上条正夫「ベンチャーファイナンスの多様化: 日本型資金供給システムの再構築」1996年 日本経済新聞社
- ジェフリー・A・ティモンズ著 千本倖生, 金井信次訳「ベンチャー創造の理論と戦略: 起業機会探索から資金調達までの実践的方法論」1997年 ダイアモンド社
- 神宮 健「中国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
- 安藤晴彦「ベンチャー・キャピタルと政策支援」証券アナリストジャーナル三九卷三号
- 浜田康行「日本型ベンチャーキャピタルの21世紀」経済セミナー五四八号
- 「自主创新政策と中国企業」ジェトロ北京センター, 2007年3月
- 張承恵「中国の資本市場における民営企業」中国資本市場研究 2008年
- 井上武「上場制度を見直し中国株式市場」『資本市場クォーターリー』2004年春号
- 大阪良宏「中小企業金融と金融制度改革—未公開株取引の解禁とその限界」『文京女子大学経営論集』第8巻 第1号
- 宮川努, 川上淳之「新規参入企業の生産性と資金調達」2006年
- ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会「ベンチャー企業の資金調達に関する中間報告」2007年
- 角南 篤「中国の科学技術政策とイノベーション・システム」『PRI Discussion Paper Series』(No. 03A-17), 経済産業研究所, 2003年6月
- 劉曼紅『中国中小企業融資問題研究』中国人民大学出版社, 2003年
- 梁冰「我国中小企業發展及融資狀況調查報告」『金融研究』2005年
- 李揚, 楊思群『中国中小企業融資与銀行』上海財經大学出版社 2001年
- 王力『中小企業上場および投資指南』2005年, 中国機械工業出版社 p. 5