中国での「新たな質の生産力」の発展に向けた資本市場の機能活用を巡る議論

関根　栄一

▌要　約▐

1. 中国では、2024 年に入り、11 年ぶりとなる中国共産党第 20 期中央委員会第 3 回全体会議が開催され、「新たな質の生産力」の発展を促進するという新たなイノベーション政策が打ち出され、私募ファンド投資に関するエコシステムを形成していく方針も確認された。そのための資本市場の機能活用では、機関投資家の株式運用を促進するとともに、上海の科創板（新興市場）改革を進めていく方針を確認した。
2. 「新たな質の生産力」にふさわしいイノベーションの促進に向け、投資家から見て魅力的な銘柄への投資機会が提供されるエコシステムの形成が重要になっており、国務院（内閣）及び科創板を有する上海市政府は創業（起業）投資を促す為のガイドラインを策定し、M&A や新規株式公開（IPO）を通じた投資の出口（エグジット）ルートを整備する方針でもある。
3. 創業投資を担う私募基金の管理残高を見ると、新型コロナウィルス（新型コロナ）の流行防止に伴う行動制限の影響を受け、2022 年以降、管理残高の伸びが鈍化傾向にある。投資案件数ベース（累計）でエグジット率を試算すると、2022 年は平均で 32.4%となっている。
4. 他に、科学技術部系研究院のアンケート調査では、新型コロナ流行期間、2022 年の出口ルートは、IPO の 23.86%、M&A の 11.03%に対し、株式買戻しが 51.09%と過半となった。同調査では、ベンチャーキャピタル（VC）が期待する政策として、キャピタルゲインの二重課税防止に向けた税制優遇政策の整備や、政策性基金の設立が挙げられている。そのうち後者では、上海市政府はアーリー期の科学技術企業向け基金を新たに設立する計画である。
5. 一方、同調査によると、2022 年の創業投資の資金提供者では、国有・政府資金が全体の 54.54%を占め、新興企業への公的資金による支援度合いが高まっている。民間 VC による投資をクラウディングアウトしないよう、外資を含めた多様な投資家層が参加するエコシステムの形成が求められている。併せて、投資・回収サイクルを確立するため、投資銀行の機能をうまく使ったエクイティストーリーの描き方も重要となっている。

野村資本市場研究所　関連論文等

・関根栄一「上海での新興市場（科創板）の創設と今後の展望－イノベーション型企業の資金調達を支援－」『野村資本市場クォータリー』2019 年秋号。
・関根栄一「中国資本市場の『質』を重視した改革指針の公表－10 年ぶり 3 回目となる国務院 9 条意見の概要－」『野村資本市場クォータリー』2024 年夏号。

Ⅰ　「新たな質の生産力」の発展に向けた支援策の公表

１．11 年ぶりとなる 3 中全会での経済改革プランの公表

2024 年は、「新たな質の生産力」の発展に向け、約 10 年ぶりに経済改革プランや資本市場の機能活用に向けた指針が公表される年となっている。

まず前者の中国経済の改革では、中国共産党は、2024 年 7 月 15 日から 18 日までの 4 日間、第 20 期中央委員会第 3 回全体会議、いわゆる「3 中全会」を開催し（第 20 期 3 中全会）、最終日の 18 日、「改革の更なる全面的深化、中国式現代化の推進に関する中共中央の決定」を採択し、その公報（概要）が最終日の夕刻に、続いて同決定の全文が 21 日夕刻に公表された（図表 1）。この改革プランは、2013 年 11 月に一期目の習近平指導部が採択した第 18 期 3 中全会での改革プラン以来となるものである[1]。

合計 60 項目から構成される第 20 期 3 中全会の改革プランの第 8 項目では、「現地の実情に応じた新たな質の高い生産力の発展を推進する」方針を明記している。「新たな質の生産力」とは、イノベーションが主導的役割を果たす先進的な生産力と定義され、人工知能（AI）や自動運転技術を例に、生産や生活を支える従来の技術パターンとは全く異なるイノベーションが念頭に置かれている。「新たな質の生産力」は、中国政府が 2010 年に打ち出した戦略的新興産業（重点7業種）の育成・発展、及び2015年に打ち出した「中国製造 2025」（重点 10 業種）、「インターネット＋（プラス）」（重点 11 分野）に続く、新たなイノベーション政策として位置づけられているものと思われ、いずれ重点業種も指定されよう。

また、「新たな質の生産力」の発展に当たっては、新興企業の成長資金獲得の場として資本市場の機能を活用するという観点から、「エンジェル投資、ベンチャーキャピタル（VC）投資、プライベートエクイティ（PE）投資の発展を奨励し、政府投資基金の役割

図表 1　資本市場を通じた新たなイノベーション促進策（2024 年）

分類	発出機関	名称または概要	公表時期
二つの政策文書	党中央	「改革の更なる全面的深化、中国式現代化の推進に関する中共中央の決定」（第20期3中全会改革プラン）	2024年7月21日（全文公表）
	国務院	「資本市場の管理監督強化、リスク予防及び質の高い発展促進に関する若干の意見」（2024年版9条意見）	2024年4月12日
創業投資支援	国務院	「創業投資の質の高い発展を促進するための若干の政策措置」	2024年6月19日
	上海市政府	「上海エクイティ投資業界の質の高い発展の更なる促進に関する若干の措置」	2024年1月10日
	上海市政府	「上海での創業投資の質の高い発展を更に推進するための若干の意見」	2024年7月30日
新興企業支援	証監会	「資本市場による科学技術企業の高い水準の発展貢献に向けた16項目措置」	2024年4月19日
	証監会	「科創板改革の推進及び科学技術イノベーション・新質生産力の発展への貢献に向けた8条措置」	2024年6月19日
	上海市政府	「上海市科学技術イノベーション企業の質の高い発展を促進するための資本市場の更なる役割発揮に向けた実施意見」	2024年7月31日

（出所）新華社、国務院、中国証券監督管理委員会、上海市政府より野村資本市場研究所作成

[1] 関根栄一「経済分野で更なる改革の推進を目指す中国共産党の指針公表－3 中全会での 11 年ぶりとなる改革プランの決定－」『野村資本市場クォータリー』2024 年秋号。

をよりよく発揮させ、ペイシェント・キャピタルを育成する」とし、私募ファンド投資に関するエコシステムを形成していく方針も盛り込んでいる。本稿では、この「私募ファンド」に関するエコシステムを、創業（起業）段階から資金を提供するファンドの大集合ととらえ、その大集合を構成する小集合として、適格外国有限責任組合（QFLP、後述）を含む PE、政府系基金、私募基金、VC を取り上げていく。

２．10 年ぶりとなる資本市場改革指針の公表

次に後者の中国資本市場の機能活用では、2024 年 4 月 12 日、国務院（内閣）は、「資本市場の管理監督強化、リスク予防及び質の高い発展促進に関する若干の意見」（2024 年版 9 条意見、承認は 4 月 4 日付）を公表した。2024 年版 9 条意見は、2004 年版、2014 年版に続き、10 年ぶり 3 回目の中国資本市場の改革に関する指針となる。

2024 年版 9 条意見では、第 7 条で、「中長期資金の市場参画を強力に推進し、長期投資能力を持続的に強化する」と題し、機関投資家の株式運用を促進していく方針を示している。同時に、第 9 条では、PE 及び VC 等についても、証券税制の整備を進め、イノベーションの促進に向けた資本形成と市場の活性化に有利な財政・税制体系を構築するとの方針を明記している。

株式発行市場に関しては、2024 年版 9 条意見公表後の 4 月 19 日、中国証券監督管理委員会（証監会）は「資本市場による科学技術企業の高い水準の発展貢献に向けた 16 項目措置」を公表し、ブレークスルー技術を有する企業を他の行政部門とも協力して選定し、上場など資本市場を通じた資金調達について特別の申請窓口を設けるとした（前掲図表 1）。続いて 6 月 19 日、証監会は、「科創板改革の推進及び科学技術イノベーション・新質生産力の発展への貢献に向けた 8 条措置」を公表し、上海・科創板（新興市場）を科学技術企業が優先的に上場する市場として改革を進めていく方針を公表した。同方針は、PE 等の私募ファンドにとって、科創板を投資後の出口として活用していく上での市場インフラともなるものである。

今後、「新たな質の生産力」にふさわしいイノベーションの促進に向け、投資家から見て魅力的な銘柄への投資機会が提供されるようなエコシステムの形成が重要になっていこう。また、「新たな質の生産力」は、需要面よりも供給面に焦点を当てた産業政策でもあり、特定の業種で過剰生産を招いて資源の効率的配分が損なわれないよう、資本市場の機能を使って競争原理を働かせることも鍵となろう。このため、上述の二つの政策文書の公表の前後から、中国政府や科創板を有する上海市政府は、機関投資家、特に私募ファンドによる投資環境の整備に関し、ガイドラインをそれぞれ公表している。

Ⅱ　私募ファンドによる投資環境整備に向けたガイドライン

１．創業投資の促進を支援

１）中央政府としてのガイドライン

第 20 期 3 中全会に先立ち、国務院は、2024 年 6 月 19 日、「創業投資の質の高い発展を促進するための若干の政策措置」というガイドラインを公表している。中国語で言う「創業」とは、「起業」を意味する。

国務院ガイドラインは、①総論、②多様な創業投資主体の育成、③多様なルートによる創業投資資金源の開拓、④創業投資への政府による誘導と管理監督、⑤創業投資の出口メカニズムを構築、⑥創業投資の市場環境の最適化、の計 6 分野、17 条から構成されている。また、総論で述べている通り、本ガイドラインを通じ、創業投資に関する「資金の募集・投資・管理・出口（エグジット）」の全プロセスを対象に、政策環境と管理制度を一層整備し、起業を促進することで、新たな質の生産力に関わる産業を育成する狙いがある。

創業投資の全プロセスのうち、入口の段階では、（政府または関連機関が）①イノベーションの強化に向けて専門性、②精巧な技術力、③独自性、④新規性の 4 点で優れた特徴を有するとされる中小企業である「専精特新」企業と、投資家とのマッチング活動（1 ヵ月当たり 1 件）を展開するとしている。また、創業投資の出口メカニズムの構築では、証券取引所の各ボードの機能を発揮することや、M&A・再編によるルートを整備していくとしている。

外国人投資家による創業投資の促進のうち、中国本土での海外の私募ファンドによる適格外国有限責任組合（QFLP）を使った投資制度の最適化を進めていくとしている。また、創業主体の海外上場を通じた出口ルートの整備についても言及しており、中国企業による海外上場登録届出管理制度の最適化を進めていくとしている。

２）上海市政府としてのガイドライン

科創板を有する上海市でも、創業投資を促進するためのガイドラインを策定している。上記の国務院ガイドラインを受け、2024 年 7 月 30 日、上海市政府は「上海での創業投資の質の高い発展を更に推進するための若干の意見」というガイドラインを公表し、同年 8 月 1 日に施行した（図表 2）[2]。

上海市ガイドラインでは、まず総論で、集積回路、バイオ・医療、AI という三大先端産業と、電子情報、ヘルスケア、自動車、ハイエンド設備、先端材料等重点産業への創業投資への支援度合いを継続的に強化すると確認している。

---

[2] 上海市政府「上海市人民政府办公厅关于进一步发挥资本市场作用促进本市科创企业高质量发展的实施意见」2024 年 7 月 31 日。
＜https://www.shanghai.gov.cn/nw12344/20240731/ed54dcbe329049198722f797ec60d4cc.html＞

図表 2　上海市政府としての創業投資促進ガイドライン

分野	創業投資支援	新興企業支援
通知の名称	「上海での創業投資の質の高い発展を更に推進するための若干の意見」	「上海市科学技術イノベーション企業の質の高い発展を促進するための資本市場の更なる役割発揮に向けた実施意見」
施行日	2024年8月1日施行	2024年7月30日施行
対象産業	三大先端産業：集積回路、バイオ・医薬、人工知能（AI）	同左
	重点産業：電子情報、ヘルスケア、自動車、ハイエンド設備、先端材料等	ー
構成	1. 上海の創業投資業界の発展の更なる加速化 2. 各論（計19条） （1）政府投資基金の誘導・けん引作用の十分な発揮 （2）創業投資及び科学技術への多様な金融サービス体系の共同発展の推進 （3）創業投資及び産業・地域発展の共同推進力の形成 （4）人材及び政策保障の強化	1. 主要目標 2. 主要任務（計6分野24項目） （1）優良企業の孵化・育成 （2）株式会社化及び公開・上場の推進 （3）上場会社の質の高い発展の支援 （4）資本市場の公的サービスプラットフォームの構築 （5）資本市場の健全なエコシステムの構築 （6）資本市場の環境の持続的最適化 3. 実施体制
（備考）	国務院の創業投資促進措置（2024年6月）に連動	国務院の資本市場9条意見(2024年4月)に連動

（出所）上海市政府より野村資本市場研究所作成

次に、各論では、①政府投資基金の誘導・けん引作用の十分な発揮、②創業投資及び科学技術への多様な金融サービス体系の共同発展の推進、③創業投資及び産業・地域発展の共同推進力の形成、④人材及び政策保障の強化の 4 分野について、計 19 条から成る取り組み方針を盛り込んでいる。

各論のうち、政府投資基金に関しては、上海市は、私募ファンドの呼び水となるよう、主にシード期にある新興企業に投資する市政府ファンドを 2 本設立している。一つ目が 2017 年設立の「上海市創業投資誘導基金」（英文名称 Venture Capital Guiding Fund of Shanghai）であり[3]、組成ファンド数は 60 本、ファンド規模は 500 億元、投資先企業は 800 社に上っているとされる。上海市発展改革委員会を事務局とするファンド管理機構が置かれている。二つ目が、2021 年設立の「上海市エンジェル投資誘導基金」（英文名称 Shanghai Angel Capital Guiding Fund）であり[4]、組成ファンド数は 130 本、ファンド規模は 170 億元、投資先企業は 1,300 社に上っているとされる。事務局はやはり上海市発展改革委員会が担っている。いずれのファンドも、投資に関する独立した審査・評価委員会を設けている。

２．上海市場での出口ルートの整備

国務院ガイドラインで制度・市場整備対象にしている「資金の募集・投資・管理・エグジット」の全プロセスのうち、創業投資の出口ルートの整備について、上海市政府は、2024 年 1 月 10 日に公表した「上海エクイティ投資業界の質の高い発展の更なる促進に関する若干の措置」の中で、①M&A・再編を通じた出口の効率性を高める、②企業の国内・海外での上場ルートを円滑にする、③私募投資ファンドの持分譲渡市場を整備する等の取り組み方針を盛り込んでいる。

3　「上海市創業投資誘導基金」ウェブサイト参照。
＜https://www.vcgfsh.org.cn/＞

4　「上海市エンジェル投資誘導基金」ウェブサイト参照。
＜http://www.sacgfund.org/html/index.html＞

科創板を有する上海市場では、前述の 2024 年版 9 条意見を踏まえ、7 月 30 日付で市政府が「上海市科学技術イノベーション企業の質の高い発展を促進するための資本市場の更なる役割発揮に向けた実施意見」を制定し、同日に施行している[5]。同実施意見では、前述の三大先端産業等を念頭に、優良企業の孵化・育成に始まり、株式会社化と上場に向けた資本市場のエコシステム形成を強化しようとしている。

また、科創板上場企業の支援策として、2024 年 8 月 22 日、上海市の（地方議会常任委員会に相当する）市人民代表大会常務委員会が 15 年ぶりに改正した「上海市国際金融センター建設推進条例」（同年 10 月 1 日施行）の第 19 条では、以下の通り実施内容・実施手順を規定している。

第一に、上海市政府は、中央の金融当局と協働して、科創板での発行・引受、社債を含む資金調達、M&A、売買、株式型報酬、上場廃止に関する管理監督等の制度の最適化を進めていく。

第二に、上海市政府の下にある地方金融管理監督局（上海市地方金融管理監督局）は、市政府の他の部門と協調しながら、上場予備軍または上場会社のために、インキュベーション、上場指導、コンプライアンス順守、ガバナンス、リスク防止等の分野で支援サービスを提供する。

第三に、市政府・区政府（土地計画、資源、国有資産管理、税務、司法等の部門を含む）は、利便性を提供するという原則に基づき、関連法規に即して、上場会社のために、株式会社化に伴う審査・登記変更、用地・不動産名義や資産譲渡・減税・財産権の確認等の手続を行わなければならない。同時に、企業の登記コードを、上場に関する全ての行政手続きにおいて、ワンストップで統一して管理する。

Ⅲ 創業投資の実態と課題

１．創業投資支援の役割を果たしてきた私募基金の現状

１）私募基金に対する制度設計

中国では、証券投資基金に関する法令として証券投資基金法が制定されている。私募基金に関する取扱いは、2012 年 12 月 28 日に全国人民代表大会常務委員会が承認した同法の改正版（2013 年 6 月 1 日施行）で初めて盛り込まれた。改正版では、私募基金を「累計で 200 名を超えない適格投資家に対して募集する非公開募集基金」と定義している。証券法上の公開発行（200 名超）の定義を証券投資基金にも適用している。

また、証券投資基金法上、非公開募集基金の証券投資には、公開発行の株式、債券、基金持分、証監会が規定するその他の証券及びその派生商品の売買が含まれる。この

[5] 上海市政府「上海市人民政府办公厅关于进一步发挥资本市场作用促进本市科创企业高质量发展的实施意见」2024 年 7 月 31 日。
＜https://www.shanghai.gov.cn/nw12344/20240731/ed54dcbe329049198722f797ec60d4cc.html＞

投資対象を踏まえ、証監会は私募基金を主に 3 つの種類に分類している。

一つ目は、主に公開取引される証券に投資する「私募証券投資基金」である。ファンド業界の自主規制機関である中国証券投資基金業協会の年度報告 2023 年版[6]によれば、形態としては、2022 年末時点の基金数 8 万 8,721 本のうち、契約型が 8 万 8,268 本と全体の 99.5%を占めている。

二つ目は、主に非公開で取引される証券に投資する「私募エクイティ投資基金」である。2022 年末時点の基金数 3 万 1,523 本のうち、パートナーシップ型が 2 万 6,367 本と全体の 83.6%、次に契約型が 4,625 本と同 14.7%、会社型が 522 本と同 1.7%をそれぞれ占めている。

三つ目は、主に未上場の創業企業の普通株または普通株に転換可能な優先株、転換社債等に投資する「私募創業投資基金」である。2022 年末時点の基金数 1 万 9,353 本のうち、パートナーシップ型が 1 万 8,389 本と全体の 95.0%、次に会社型が 531 本と同 2.7%、契約型が 412 本と同 2.1%をそれぞれ占めている。

また、同協会の年度報告 2023 年版では、証券投資基金法の改正後、2014 年 2 月から同協会への私募基金の登録制度の始動以来、私募基金は、イノベーション型の資本ストックを形成する上で重要な役割を果たしてきたと評価している。一方、私募基金については、登録しても実際の投資活動を行わないケースや、私募基金の名前を語った違法な資金調達のケースもあり、協会による登録抹消や、司法による取り締まりも行われている。協会によれば、2024 年 1～7 月の 7 ヵ月間で、累計 970 社の私募投資機関の登録が抹消されている。

２）私募基金業界の管理残高の伸びは鈍化傾向に

協会の年度報告や定期的統計によると、直近 2 年間のうち、2022 年末時点での協会に登録されている私募基金の管理残高は 20 兆 2,818 億元、前年比 0.06%増、同様に 2023 年末時点では 20 兆 5,771 億元、前年比で 1.46%となっている（図表 3）。2022 年は新型コロナウィルス（新型コロナ）の流行防止のために厳しい行動制限が採られた年、2023 年は経済再開（リオープン）後の景気回復のペースが鈍った年であり、実体経済の資金需要の鈍化や株式市場の下落の影響を受けたものと考えられる。その結果、2021 年以前の年率二桁成長時代と比較して、2022 年以降は伸び率がほぼゼロとなっている。

一方、私募基金の管理残高のうち、非上場普通株に投資するファンドとして登録分類されている創業投資基金は、2021 年末の 2 兆 3,707 億元から、2022 年末は 2 兆 9,023 億元と前年比 22.2%増となったものの、2023 年末は 3 兆 2,100 億元と同 10.6%に伸び率が鈍化した。それでも創業投資基金は、中国の質の高い生産力の発展をけん引する上での資金供給源としての役割を担っている点で、当局から引き続き期待されている

6 中国証券投資基金業協会「中国证券投资基金业年报（2023）」2024 年 3 月 18 日。
＜https://www.amac.org.cn/sjtj/tjbg/nb/202403/t20240318_25278.html＞

図表 3　私募基金の残高推移

（単位）億元

種類	私募証券投資基金	私募エクイティ投資基金	創業投資基金	私募資産配分型基金	その他	合計	伸び率(%)
投資対象	公開取引証券	未公開取引証券	非上場普通株	私募型FOF	芸術品等の特定商品		
2014	4,639.67	8,038.17	1,060.10	0.00	1,207.75	14,945.69	－
2015	17,289.59	17,270.20	2,119.51	0.00	4,882.15	41,561.45	178.08
2016	25,496.32	37,602.75	3,612.37	0.00	15,752.72	82,464.45	98.42
2017	25,671.95	62,910.99	6,076.68	0.00	20,332.91	114,992.53	39.44
2018	21,385.06	78,014.08	9,094.61	0.00	18,570.44	127,064.20	10.50
2019	25,610.41	88,713.18	12,088.26	5.48	14,412.29	140,829.62	10.83
2020	42,979.27	98,716.38	16,904.05	9.77	10,968.82	169,578.29	20.41
2021	63,090.38	107,719.83	23,706.71	48.15	8,140.12	202,705.20	19.53
2022	56,128.56	111,115.35	29,023.13	53.55	6,497.30	202,817.90	0.06
2023	57,200.00	111,200.00	32,100.00	n.a	n.a	205,770.66	1.46

（出所）中国証券投資基金業協会『中国証券投資基金年報 2023』、同協会統計より野村資本市場研究所作成

存在である。証監会は、私募基金業界でも質の高い発展を目指しているものと思われるが、投資詐欺を防止する一方、登録制の下で、質の高い生産力を投資テーマにした商品が出てきた場合、投資内容をどのようにモニタリングしていくのかも課題である。

3）エグジットの動向

（1）投資案件数ベースのエグジットの動向

国務院の創業投資に関するガイドラインでは、投資における「資金の募集・投資・管理・エグジット」の全プロセスを重視していることから、私募基金のうち、統計上把握可能な私募エクイティ基金と創業投資基金のエグジット動向を見てみる。2022年末時点の両基金の累計ベースの投資案件数は 13 万 2,177 件で、そのうちエグジット案件数は 4 万 2,889 件となっている（図表 4）。後者を全社で割った比率をエグジット比率とすると、全体では平均 32.4%となっている。

個別業種のエグジット比率のうち、上海が重点産業としている AI が含まれると思われるコンピューター（ソフト）では 32.7%、医薬・バイオは 24.9%、半導体は 11.8%となっている。なお、エグジット比率で最も高い業種は、不動産の 64.6%、その他金融の 49.8%、資本市場の 48.5%と、不動産・金融分野が中心となっている。

両基金のうち、創業投資基金の 2022 年単年のエグジット動向を見ると、①案件数では協議譲渡、買戻し、店頭市場登録が全体（4,409 件）の 72.1%を占め、②金額では買戻し、国内新規株式公開（IPO）が全体（593.3 億元）の 83.8%を占めるとされる。また、業種別のエグジット案件数では、コンピューター（ソフト）、資本財、医薬・バイオ、原材料、コンピューター（ハード）が計 2,782 件と、全体の 63.1%を占めるとされる。新しい質の高い生産力への私募ファンドの投資は、将来の成長が有望視されてはいても、新しい分野であるだけにそれだけ投資後の業績の不確実性が高まる可能性もある。引き続き業種別のエグジット動向が注視される。

図表 4　投資及びエグジット案件（累計）の業種別分布（2022 年末）

私募エクイティ基金・創業投資基金			
業種	投資案件数	エグジット案件数	エグジット比率（%）
不動産	2,170	1,401	64.6
資本財	15,717	5,463	34.8
コンピューター（ソフト）	33,731	11,034	32.7
その他金融	2,652	1,321	49.8
原材料	7,587	3,067	40.4
医薬・バイオ	12,629	3,140	24.9
交通運輸	1,921	683	35.6
メディア	3,552	1,621	45.6
公益事業（電気・水道・ガス等）	1,546	646	41.8
医療機器・サービス	9,582	2,586	27.0
コンピューター（ハード）	8,178	2,218	27.1
エネルギー	1,305	554	42.5
商業サービス及び商品	2,821	1,084	38.4
小売り	3,119	1,304	41.8
半導体	11,451	1,356	11.8
資本市場	852	413	48.5
食品・飲料・タバコ	2,529	969	38.3
自動車・自動車部品	2,818	1,027	36.4
消費者サービス	3,313	981	29.6
耐久消費財・服飾	1,681	776	46.2
食品及び小売り	1,236	400	32.4
保険	107	49	45.8
銀行	36	42	n.a
通信設備	1,085	502	46.3
家庭・個人用品	312	134	42.9
電信業務	247	118	47.8
合計	132,177	42,889	32.4

（出所）中国証券投資基金業協会『中国証券投資基金年報 2023』より
野村資本市場研究所作成

（２）地域別のエグジットの動向

私募基金の管理残高を地域別に見ると（上位 3 位）、2023 年末時点で、第 1 位は上海市の 5 兆 1,643 億元（全体の 25.1%）、第 2 位は北京市の 4 兆 6,513 億元（同 22.6%）、第 3 位は深圳市の 2 兆 1,493 億元（同 10.4%）となっている（図表 5）。

また、私募基金のうち、私募エクイティ基金と創業投資基金のエグジット金額（2022 年末時点での累計ベース）を地域別に見ると（上位 3 位）、第 1 位が広東省の 3,096 億元（全体の 14.0%）、第 2 位が北京市の 3,055 億元（同 13.8%）、第 3 位が上海市の 2,872 億元（同 13.0%）となっている。同協会の出口の定義は、①持分の協議譲渡、②持分の買戻し、③投資先業からの配当、④デット投資の返済、⑤店頭市場での登録・売買、⑥上場（国内上場、海外上場）から構成されており、証券取引所の有無を含め、出口ルートを幅広く有している地域が優位にあると言えよう。上海市以外では、北京証券取引所を有する北京市や、深圳証券取引所を有する広東省・深圳市が、地元政府として、今後、創業投資に関する出口ルートをどのように整備していくかも注視される。

図表 5　私募基金の地域別分布

【管理残高の地域別分布（2023年末）】

順位	地域名	管理会社（社）	管理基金商品（本）	管理基金残高（億元）	残高シェア（%）
1	上海市	3,973	43,696	51,643.25	25.1
2	北京市	3,575	24,170	46,513.13	22.6
3	深圳市	3,400	21,403	21,493.37	10.4
4	広東省	1,679	12,563	12,891.05	6.3
5	江蘇省	1,271	5,969	11,416.24	5.5
6	浙江省	1,703	11,848	10,130.10	4.9
7	寧波市	667	5,398	7,442.89	3.6
合計	－	21,625	153,079	205,770.66	100.0

【エグジット案件（累計）の地域別分布（2022年末）】

順位	地域名	私募エクイティ基金・創業投資基金		
		案件数（件）	エグジット金額（億元）	金額シェア（%）
1	広東省	6,412	3,096.49	14.0
2	北京市	7,832	3,054.90	13.8
3	上海市	5,621	2,871.81	13.0
4	江蘇省	4,871	1,751.50	7.9
5	浙江省	4,253	1,361.13	6.2
6	山東省	1,702	1,017.63	4.6
7	天津市	741	703.80	3.2
合計	－	42,889	22,078.85	100.0

（注）　順位は金額ベース。
（出所）　中国証券投資基金業協会『中国証券投資基金年報 2023』、同協会統計より野村資本市場研究所作成

２．最適な出口ルートを模索するベンチャーキャピタル

１）新型コロナ流行期間の影響

全国的なアンケート調査に基づき、中国の科学技術部傘下の中国科学技術発展戦略研究院が毎年まとめている『中国創業投資発展報告 2023』によると、科学技術部が把握している 2022 年末時点での中国国内で投資活動をしている創業投資機関（Venture Capital Institution）数は 4,070 社となっている。調査の対象となっている創業投資機関は、主に、①政府誘導基金を含む創業投資企業（基金）、②創業投資基金から運用を受託している創業投資管理企業、の二つから構成されている。また、VC の組成形態として、会社型、パートナーシップ型、契約型の 3 種類があるとしている。

2022 年の中国における VC の投資件数は 3,149 件（前年比 18.2%減）で、その内訳はハイテク分野が 1,490 件、非ハイテク分野が 1,659 件となっている。同様に、2022 年の中国における VC の投資金額は 744.7 億元（前年比 26.4%減）で、その内訳はハイテク分野が 341.5 億元、非ハイテク分野が 403.2 億元となっている。2022 年は、前述の通り、新型コロナの流行防止のために厳しい行動制限が採られた影響が出ていると言える。

また、2022 年の VC による投資案件数をステージ毎に見ると（有効サンプルは 2,822 本）、シード期が 20.2%、アーリー期が 35.3%、グロース期が 39.4%、レイター期が 4.8%となっている。同様に投資金額をステージ毎に見ると、シード期が 8.8%、アーリー期が 33.1%、グロース期が 48.0%、レイター期が 9.8%となっている。投資金額別のシード期の比率は、2018 年の 10.9%をピークに、2022 年は最も低い比率となっており、創業投資の促進に向け、シードマネーをいかに取り込めるかが課題となっている。

２）出口ルートでは新型コロナ流行期間は持分買戻しが過半に

国務院の資金の募集から出口までの一連のプロセスを重視するガイドラインの趣旨

図表 6　中国ベンチャーキャピタルの出口（エグジット）方法（2012～2022 年）

年	新規株式公開（IPO）	M&A	持分買戻し	清算	新三板
2012	29.41%	15.86%	45.01%	6.65%	3.07%
2013	24.33%	23.75%	44.83%	4.60%	2.49%
2014	20.72%	36.02%	36.02%	4.83%	2.41%
2015	15.51%	31.02%	37.52%	6.50%	9.45%
2016	17.32%	29.67%	40.14%	8.06%	4.80%
2017	13.66%	32.65%	34.84%	8.88%	9.97%
2018	16.23%	32.99%	39.22%	9.87%	1.69%
2019	16.75%	27.43%	42.30%	10.99%	2.51%
2020	19.28%	25.77%	39.73%	10.90%	4.32%
2021	19.51%	14.98%	51.31%	12.20%	2.00%
2022	23.86%	11.03%	51.09%	12.03%	1.99%

（注）　2021 年の有効サンプル数は 1,148 本。2022 年の有効サンプル数は 1,178 本。
（出所）『中国創業投資発展報告 2023』より野村資本市場研究所作成

を踏まえ、中国の VC のエグジット方法（有効サンプルは 1,148 本）を見ると、2021 年は、図表 6 の通り、IPO が 19.51%、M&A が 14.98%、株式買戻しが 51.31%、清算が 12.20%、新三板（店頭市場）での譲渡が 2.00%となっている。同様に、2022 年の場合、エグジット方法（有効サンプルは 1,178 本）は IPO が 23.86%、M&A が 11.03%、株式買戻しが 51.09%、清算が 12.03%、新三板（店頭市場）での譲渡が 1.99%となっている。

エグジット方法のうち、2021 年及び 2022 年は、M&A の割合の減少と、持分買戻しの割合の増加が目立っている。新型コロナの流行に伴う経済面への負の影響を受け、エグジットの面では買い手がつかなかったり、投資先に持分の回収を求めたりした様子がうかがえる。

3）出口ルートのうち IPO では上海・科創板の割合が上昇

また、本件報告では、出口ルートとして利用された IPO の市場別内訳も示している（図表 7）。2021 年の中国のベンチャーキャピタルによる IPO（有効サンプル数は

図表 7　中国ベンチャーキャピタルが出口で選択した IPO 市場（2012～2022 年）

年	メインンボード	深圳・創業板	深圳・中小企業板	上海・科創板	海外上場	北京証券取引所
2012	21.74%	38.26%	36.52%	ー	3.48%	ー
2013	21.26%	40.94%	30.71%	ー	7.09%	ー
2014	22.33%	42.72%	21.36%	ー	13.59%	ー
2015	48.48%	28.28%	16.16%	ー	7.07%	ー
2016	48.51%	29.70%	18.81%	ー	2.97%	ー
2017	31.31%	15.15%	48.48%	ー	5.05%	ー
2018	49.60%	29.60%	9.60%	ー	11.20%	ー
2019	51.23%	28.40%	12.96%	1.23%	6.17%	ー
2020	42.99%	24.77%	9.81%	18.69%	3.74%	ー
2021	36.02%	29.86%	0	31.28%	0	2.84%
2022	25.43%	28.01%	0	44.40%	0	2.16%

（注）　2021 年の有効サンプル数は 211 本。2022 年の有効サンプル数は 281 本。
（出所）『中国創業投資発展報告 2023』より野村資本市場研究所作成

211 本）のうち、国内メインボードが 36.02%、国内創業板（深圳証券取引所）が 29.86%、国内科創板（上海証券取引所）が 31.28%、北京証券取引所が 2.84%となっている。深圳の中小企業板は 2021 年 4 月 1 日よりメインボードに統合されているため統計上ゼロ、また海外上場もゼロとなっている。

同様に、2022 年の場合（有効サンプル数は 281 本）、メインボードが 25.43%、深圳・創業板が 28.01%、上海・科創板が 44.40%、北京証券取引所が 2.16%となっている。IPO 時の出口市場として、2019 年 7 月に上海・科創板が始動してからその割合が上昇していることが特筆される。

なお、VC の投資から出口までの平均期間は、2021 年の 5.03 年から 2022 年には 6.46 年に長期化している。年平均投資収益率は、2021 年の 22.84%から、2022 年は 25.99%に上昇している。また、投資収益率の 2022 年の分布を見ると（有効サンプル数は 1,178 本）、49.2%が赤字となっており、損失確定のため、前述の通り株式の買戻しの増加につながったとも考えられる。

4）VC が期待する政策は税制優遇

本件報告は、VC が利用した政府の支援策の内容についても調査を行っている。2022 年の場合、中央政府が提供する政策のうち税制優遇を利用した VC は 22.6%（有効サンプル数は 2,627 本）、地方政府が提供する政策のうち税制優遇を利用した VC は 22.8%（有効サンプル数は 2,708 本）と、税制優遇の利用率が最も大きい。

また、本件報告は、VC が期待する政府の支援策についても調査を行っている（図表 8）。2022 年の場合（有効サンプル数は 2,743 本）、税制優遇政策の整備が 30.7%と、トップに挙がっている。続いて政策性基金の設立が 20.1%、発行登録制度改革の加速及び指定替え制度の構築が 14.4%と続いている。

図表 8　中国ベンチャーキャピタルが期待する政府支援策（2022 年）

政府による支援策	有効サンプル数 2,743本 回答率（%）
税制優遇政策の整備	30.7
政策性基金の設立	20.1
発行登録制度改革の加速、指定替え制度の構築	14.4
科学技術研究人材によるイノベーション・創業の奨励	10.3
大衆創業パーク等新たなインキュベーション平台の構築	10.1
関連法令の整備・実行	8.3
国有創業投資管理体制の整理・順序付け	5.4
その他	0.7

（出所）『中国創業投資発展報告 2023』より野村資本市場研究所作成

Ⅳ 制度整備に加えエクイティストーリーの描き方も重要

１．継続して打ち出される政府の支援策

2024 年に入り国務院や上海市政府が公表した創業投資促進に向けたガイドラインには、図表 8 に記載されているような VC が期待する政府支援策が盛り込まれている。

第一に、税制優遇政策では、国務院の 2024 年 6 月のガイドラインで継続的に実施することを確認している。また、上海市政府は、2024 年 1 月公表のエクイティ投資業界の発展促進措置（前掲図表 1）[7]の中で、優遇税率を明記するとともに、申請手続きの簡素化を進めるとしている。

第二に、政策性基金を活用した創業投資への民間資金の呼び水機能の発揮では、上海市は、既存の上海市創業投資誘導基金、上海市エンジェル投資誘導基金の規模を段階的に拡大するとともに、新たに「上海市未来産業基金」を設立する計画を 2024 年 4 月に打ち出している。新設される基金は 100 億元規模で、アーリー期、特に概念検証と試作品製造段階の科学技術企業に重点的に投資することが構想されている。また、パートナーシップ型・会社型を問わず、投資期間やエグジット後の再投資状況を踏まえ、市全域では個人パートナーに、浦東新区の指定地域では投資法人（会社型）を対象に、業績に応じた奨励金・補助金を市政府が給付することも想定されている。

２．多様な外国人投資家による創業投資への参画の意義

新興企業への外資による投資は、QFLP 制度以外に、直接投資（FDI）でも可能である。中国当局は、製造業への外資投資制限を全廃し、非製造業では、電気通信・インターネット・教育・文化・医療分野での開放を段階的に拡大する方針を打ち出しており、同方針に合わせて「外国人投資家の上場会社への戦略投資管理弁法」の改正作業を進めている。

一方、前述の『中国創業投資発展報告 2023』によると、2022 年の VC 投資の資金提供者を属性別に見ると（有効サンプル数は 2,819 本）、多い順に、非金融資本（CVC）が 41.19%、ファンドが 40.82%となっている。また、資金提供者を法人別に見ると、多い順に、国有独資投資機関が 31.61%、民間投資機関が 17.94%、政府誘導基金が 14.36%、その他政府財政資金が 8.55%と、民間を除く広い意味での公的資金が 54.52%と過半を占めている。外資については、中国本土内の外資系投資家が 0.17%、中国本土外の同投資家が 0.21%と、0.38%に過ぎない。2022 年は、新型コロナの流行防止に向けた行動制限が強化された年であり、景気の悪化の影響を受けた新興企業への公的資金による支援度合いが前年の 48.3%より高まった年とも言えるものの、図表 8 によれば、「国有創業投資管理体制

[7] 上海市政府「上海市人民政府办公厅印发《关于进一步促进上海股权投资行业高质量发展的若干措施》的通知」2024 年 1 月 10 日。
＜https://www.shanghai.gov.cn/nw12344/20240110/495d583db2ae46d899884dd16d8c4ce0.html＞

の整理・順序付け」を求める声が VC から出ている。この点に関し、上海財経大学・劉元春学長（中国 40 人フォーラムのメンバー兼務）は、9 月 10 日に公表したレポートの中で、「地方政府基金と純粋な民間基金との間の市場シェア争いを解決しなければならず、政府、国有企業、民間のそれぞれの役割を再定義すべきである」といった趣旨を述べている。

民間 VC による投資をクラウディングアウトすることなく、多様な投資家による創業投資を進めていくことで、淘汰も含めて、市場メカニズムによる規律付けが必要であるとの声とも言えよう。

３．私募基金から見た投資・回収のサイクル確立の重要性

図表 8 の VC が期待する政府支援策のうち、発行登録制度改革の加速や指定替え制度の構築では、2024 年版 9 条意見で株式発行・上場審査基準の厳格化を掲げている通り、出口としての IPO のハードルが上がっている状況にある。実際、科学技術企業への投資後の出口として期待されている上海・科創板の IPO 企業数は、2023 年は 69 社で前年比 44.4％減、2024 年 1～6 月は 7 社で前年同期比 83.3％減と減少傾向にある。創業投資を行う私募基金としては、当面、IPO 以外の出口の選択肢を模索していかざるを得ないであろう。

IPO のハードルが上がること自体は、新興市場の質を高める上で不可欠ではあるが、その場合、①技術力があり、投資家も納得しうるエクイティストーリーを有した優良企業が IPO で資金を調達し、上場市場で更に次の段階の成長資金を調達する、②そしてこれらの過程では、VC も IPO で投資資金を回収し、次の投資案件に振り向けていくというサイクルを確立していくことが、創業投資を促進する上での本質と言えよう。また、エクイティストーリーを描く際は、IPO の規模が大きくなればなるほど、外資を含め多様な投資家を呼び込むことが不可欠であり、中資系・外資系を問わず、投資銀行の機能をうまく使っていく必要があろう。

「新たな質の生産力」の発展に向け、資本市場の機能を使ったエコシステムの形成がどのように進んでいくのか、今後も注視される。