

淘汰の時代を迎える 中国の私募投資基金業界

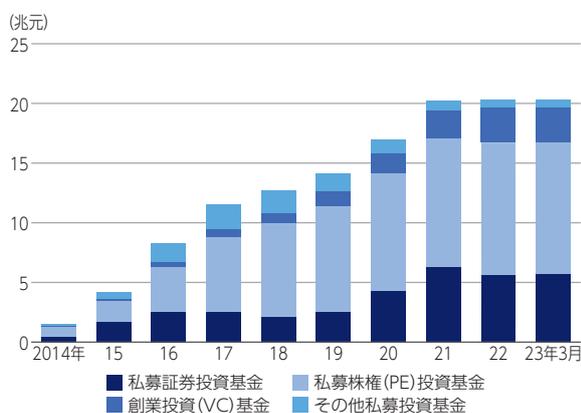
中国の私募投資基金業界で淘汰が進んでいる。主にPE、VC、証券投資のファンドから成る私募投資基金は玉石混交で、これまでも不正が絶えなかった。そうした中で、今年5月から、参入ハードルを引き上げることで業界の正常化を目指している。

私募投資基金業界の発展経緯

中国の私募投資基金業界の制度整備が進んでいる。まず、中国のアセットマネジメント業界における私募業務について概説する。中国では、過去10年余り、特に2018年の「金融機関の資産管理業務の規範化に関する指導意見」（人民銀行他、指導意見）以降、金融商品・サービスに対する機能別規制が進んでいる。金融商品が不特定の社会公衆向けに販売される公募商品か、あるいは200人以下の適格投資家向けに販売（宣伝不可）される私募商品かは、商品・サービスの機能を分ける上で重要なポイントとなっている。

そして、現在の中国の私募業務では、いわゆる私募投資基金と銀行・保険・証券・基金会社の行う私募資産管理業務で扱いが異なる点に注意が必要である。これは指導意見が、私募投資基金についてはそれ専用の法律・行政法規を適用するとして、同意見の範囲に含めなかったためである¹⁾。

図表 私募投資基金の規模



(出所) 中国証券投資基金業協会の資料を基に野村総合研究所作成

次に、私募投資基金動向を見ると、主に私募株権投資基金（プライベートエクイティファンド（以下、PEファンド）、23年3月時点の残高11.1兆元）、創業投資基金（ベンチャーキャピタルファンド（以下、VCファンド）、2.9兆元）、私募証券投資基金（5.7兆元）から成り、特徴が異なるファンドが含まれている（図表参照）。

PE・VCファンドは、1980年代から科学技術発展のために政府主導で始まり、2000年代には資本市場改革の一環としてベンチャー企業が上場する創業板（ボード）が設立された。こうした経緯から、当初は発展改革委員会と証券監督管理委員会（証監会）が規制当局として並行して存在し競合したが、2013年以降は証監会が私募投資基金を監督管理することになっている²⁾。

一方、私募証券投資基金は、当初、法律上グレーゾーンで証券投資基金を営んでいたもので、2000年代前半に規模が拡大した。玉石混交で、優秀なファンドも存在する一方、詐欺や資金持ち逃げ等もたびたび生じた。

こうした中で、2013年に「証券基金法」が改定・実施された。主に公募基金についての法律であるが、非公募基金の章が設けられたことで、私募投資基金が初めて法律上で位置づけられた。

2014年に「私募投資基金監督管理暫定弁法」（証監会）が発表された。私募投資基金会社と私募投資基金（ファンド）の登記、適格投資家、資金募集・運用、自主規制等について定めた³⁾。

また、同弁法により中国証券投資基金業協会（基金業協会）が、私募投資基金会社・私募投資基金の登記管理システムを構築し、業界の自主規制を制定し監督することになった。2014年に基金業協会は「私募投資基金管理人登記・基金備案弁法（試行）⁴⁾」を発表した。し

NOTE

- 1) 私募投資基金のルールを金融機関の私募資産管理のルールに近づける動きはあるが、例えば、足元で適格投資家の規定を見ると、金融機関の私募資産管理業務では、「リスク識別能力とリスク受容能力を持ち以下のいずれかの条件を満たすものである。(1) 2年以上の投資経歴があり、かつ以下のいずれかを満たす。家計の金融純資産が300万円を下回らず、家計の金融資産が500万円を下回らない。または直近3年の本人平均年収が40万円を下回らない。(2) 直近年末の純資産が1,000万円以上の法人。(3) 金融管理部門が適格投資家とみなすもの」(指導意見)となっているが、私募投資基金では「純資産1,000万円以上の会社、金融資産が300万円以上あるいは直近3年の平均収入が50万円以上の個人」(私募投資基金監督管理暫定弁法)となっており相違が見られる。
- 2) 「私募株権基金管理職責分担に関する通知」(2013年 中央機構編制委員会弁公室)。
- 3) PE・VCファンドも弁法の対象になっている。
- 4) 基金管理人は基金会社等、備案は報告・記録。
- 5) 「財新」[中国式私募監管再探索]2023年3月13日。
- 6) ネットの減少幅(登記取消の会社数と新たに登記された会社数の差)。中国証券投資基金業協会。
- 7) その際、城投債の発行体(融資プラットフォーム)が自己資金をつぎこみ、売れ行きを良く見せて、発行条件を良くするといったことが行われ、問題となっている。なお、23年4月に発表された、基金業協会の私募証券投資基金運用手引き(草稿)では、同一証券に対して投資比率規制をかけることで、特定の発行体に対する資金調達チャネル業務を抑制しようとしている。

しかし、これを受けて私募投資基金会社が急増したため、2016年以降、証監会は私募投資基金に対する監督を強化し、良い基金会社は支持する一方、劣る会社は制限するといった今日まで続く方向を打ち出した。また、並行して基金業協会も弁法や手引き等をつけざまに発表している。

なお、2017年に2013年基金法に次ぐ上位法である「私募投資基金管理暫定条例(草稿)」(国務院)が発表されたが、草稿のまま実施されていないため、今日でも2014年の暫定弁法に依拠することになっている。

参入ハードル引き上げによる淘汰へ

その後も私募投資基金がシャドーバンキングや資金詐取に利用されるといった事件が続いた。このため、2021年1月に証監会は「私募投資基金の規制強化に関する若干の意見」を発表し、資金流用、関連者取引、不特定多数の人々への宣伝等の行為の禁止を確認し、また、責任追及する姿勢を明らかにした。そして、2023年5月には、基金業協会「私募投資基金登記備案弁法」(23年2月24日発布、5月1日実施)が実施された。

これまでで最も厳しいと言われる同弁法の狙いは、足元で2.2万社以上の私募投資基金会社が存在し、多くの少規模基金会社と私募投資基金商品が乱立して詐欺事件等が多発する業界の正常化である。

第一は淘汰である。私募投資基金の当初の募集規模(実際の払込金額)は私募証券基金とPEファンドが1,000万元以上、VCファンドが500万元以上(ただし、6か月以内に1,000万元以上)とした。

また、私募投資基金会社の払込資本(実際の出資によ

る資本金)を1,000万元以上とした。

私募証券基金では、募集規模1,000万円以下の基金が47.04%を占め(金額では2.23%、2020年末)、払込資本が1,000万円に満たない私募投資基金会社が45.95%を占める(2022年11月)⁵⁾。このためハードル引き上げの影響は大きいと思われる。実際、2023年第1四半期に、私募投資基金会社は1,491社減少した⁶⁾。

第二に関連取引の抑制がある。複数の私募投資基金会社が同一の実質支配者の下にあるケースが多く、一部で私募投資基金が同一集団内で財布がわりに使われている。

このため、同一支配株主、実質支配者が2社以上の私募投資基金会社を支配している場合、各私募投資基金会社の業務範囲を合理的に区分し、業務リスク隔離、関連取引管理等についての有効な内部コントロール制度を構築することが求められている。

また、私募投資基金会社が、「構造化債券」の発行あるいは取引に直接・間接に携わり、市場秩序を混乱させ投資家の利益を侵害することを禁止している。これは、一部の地方政府融資プラットフォーム会社の城投債発行で見られるもので、私募証券投資基金に資金を調達させて城投債に投資させるものである⁷⁾。財政難の地方政府が、こうした資金調達ルートを利用していることから、私募証券投資基金の取り締まり強化は、地方政府の資金調達にも影響を与える可能性がある。

Writer's Profile



神宮 健 Takeshi Jingu
金融デジタルビジネスリサーチ部
チーフシニア研究員
専門は中国経済・金融資本市場
focus@nri.co.jp