

中国民営企業の海外買収投資と資金調達手段

—TOP500に基づくデータ分析—

薛 軍
李 金 永
蘇 二 豆

はじめに

民営企業は中国固有の概念である。資本主義国では、国有企業に属する鉄道、郵便事業、たばこ産業を除き（もちろん民営化された国も数多くある）、ほとんどの企業が民間・個人経営になっているため、「民営企業」というワードはあまり使われない。中国の中華全国工商業聯合会（以下、「全国工商聯」と称す）は、民営企業を私営企業、あるいは非公有制経済⁽³⁾が保有する有限責任会

社および株式有限会社と規定し、国有資本が株式保有する企業と外国資本が株式保有する企業（香港、マカオ、台湾を除く）はこれに含まれない。⁽⁴⁾

本稿は中国海外M&A投資に関する世界有数のBvD-Zephyr データベースを用い、このデータベースを原始データソースとした。また、全国工商聯が毎年公表する民営企業TOP500⁽⁵⁾のリストに基づき、中国民営企業TOP500が海外買収する際の投資と資金調達手段のデータを使用して分析を行う。

全国工商聯は一九九八年より民営企業に対する

中国民营企业の海外買収投資と資金調達手段

図表1 2005-2017年中国民营サンプル企業の海外M&Aにおける資金調達チャンネルのまとめ

資金調達チャンネル	買収案件 (件数)	買収金額 (百万ドル)	買収金額に関連する 買収案件 (件数)
増資	54	4416.79	54
増資—転換社債	0	0	0
第三者割当増資	8	1236.08	8
資本注入	51	4013.59	51
転換社債の発行	2	190.84	2
転換社債手形	2	26.06	2
企業ベンチャー投資	14	3730.23	11
クラウドファンディング	0	0	0
レバレッジド・バイアウト	5	13416.54	5
メザニン・ファイナンス	0	0	0
新規銀行ファシリティ	8	16355.86	8
私募ファンド	0	0	0
株式分割	0	0	0
プライベート・エクイティ	37	21141.95	30
プライベート・プレースメント	56	3130.12	52
公募ファンド	0	0	0
新株発行	1	138.6	1
ベンチャー資本	11	223.2	8
合計	249	68019.86	232

(注) 買収案件の件数には重複がある。

研究調査を開始し、二〇一二年以降、調査対象を年度営業収入総額五億元以上の企業に引き上げた。中国民营企业TOP500のサンプルは、規模の面や産業技術の発展状況の面においていずれも比較的成熟した企業を対象とし、中国の産業の大部分をカバーすることができる。また地域的に見ても分散しており、中国民营企业の海外直接投資の動向や特徴を十分に反映することができる。

統計によると、二〇〇五年に中国企業が海外で買収した件数は一三五件で、金額は三五億ドルに上り、二〇一七年には中国企業の海外買収の件数は七九二件で、金額は九六九億ドルに膨れ上がった。その中でも、中国民营企业TOP500の海外買収が速やかに進んでいて、二〇〇五年の三件（〇・七億ドル）から一七年の一〇六件（八四六億ドル）へと三四倍の成長を遂げ、金額は一二七〇倍となった⁽⁶⁾。海外での買収は、中国企業の急速

な拡張と競争の優位性を得るための重要な方法であり、その資金調達手段の相違によって買収活動の有効性がかなり違っている。既存の文献として、中国企業の買収資金調達手段に関し、資金調達手段が単一の場合を取り上げたものがある（柳景海、二〇〇七、江乾坤など、二〇一二、毛学佳など、二〇一七）。しかし、データ不足などが原因で、中国民营企业海外M&A投資、特にその資金調達手段に関する研究はほとんど見当たらない。

では中国民营企业を代表するTOP500の海外買収資金調達手段について、何かの特徴があるだろうか？本稿は、二〇〇五～二〇一七年の中国民营企业TOP500の海外買収に関し、その資金調達手段の特徴を研究する。BvD-Zephyrデータベースを原始データソースとして、中国の民营企业のTOP500が海外で買収を行う際の資金

調達手段と買収方式に関するデータを使用し、中国の民营企业の海外買収資金調達手段を分析する。

本稿は単一チャネルの資金調達指数と多チャネルの資金調達指数を計算し、そして各種の具体的な資金調達手段それぞれの指数を作成する。また、現金を中心とする多様な支払方法の指数をも計算する。

一、海外M&Aにおける資金調達 チャネルの全体的な状況

海外での買収における資金調達チャネルは、中国国内の多くの研究において、内部調達と外部調達に分けられ、また外部調達は債務調達方式、株式資金調達方式、混合調達方式、特殊調達方式の四種類に分けられている。⁷⁾ データの一致性を保

証するために、この報告書では、BvD-Zephyr データベースの分類基準を採用し、海外買収資金調達チャネルを、増資 (capital increase) 、増資—転換社債 (capital increase-converted debt) 、第三者割当増資 (capital increase—vendor placing) 、資本注入 (capital injection) 、転換社債の発行 (convertible loan issue) 、転換社債手形 (convertible loan notes) 、企業ベンチャー投資 (corporate venturing) 、クラウドファンディング (crowd funding) 、レバレッジド・バイアウト (leveraged buy out) 、メザニン・ファイナンス (Mezzanine) 、新規銀行ファシリテイ (new bank facilities) 、私募ファンド (PIPE) 、株式分割 (placing) 、プライベート・エクイティ (private equity) 、プライベート・プレースメント (private placing) 、公募ファンド (public offer) 、新株発行 (rights issue) 、ベン

図表2 2005-2017年中国民営サンプル企業の海外 M&A における単一チャンネル調達と複数チャンネル調達のまとめ

項目	資金調達チャンネル	買収案件 (件)	買収金額 (百万ドル)	買収金額に関連する 買収案件 (件数)
単一 チャンネル 調達	増資	3	403.2	3
	増資—転換社債	0	0	0
	増資—売り手の配置	7	1047.62	7
	資本注入	0	0	0
	転換社債の発行	2	190.84	2
	転換社債手形	0	0	0
	企業ベンチャー投資	0	0	0
	クラウドファンディング	0	0	0
	レバレッジド・バイアウト	0	0	0
	メザニン・ファイナンス	0	0	0
	新規銀行ファシリティ	1	44.22	1
	私募ファンド	0	0	0
	配置	0	0	0
	プライベート・エクイティ	25	12073.76	19
	プライベート・プレースメント	53	2965.46	49
	公募ファンド	0	0	0
	新株発行	0	0	0
	ベンチャー資本金	4	135.97	3
合計	95	16861.07	84	
複数 チャンネル 調達	増資+資本注入	51	4013.59	51
	企業ベンチャー投資+ プライベート・エクイティ	7	3643	6
	新規銀行ファシリティ+ レバレッジド・バイアウト	2	10886.45	2
	新規銀行ファシリティ+ プライベート・エクイティ	2	2895.1	2
	プライベート・プレースメント+転換社債手形	2	26.06	2
	プライベート・プレースメント+新株発行	1	138.6	1
	ベンチャー資本+企業ベンチャー投資	7	87.23	5
	新規銀行ファシリティ+レバレッジド・ バイアウト+プライベート・エクイティ	2	2341.63	2
	増資—売り手の配置+新規銀行ファシリティ+ レバレッジド・バイアウト+プライベート・ エクイティ	1	188.46	1
	合計	75	24220.12	72

チャーター資本 (venture capital) の一八種類に分けている。この基準に基づき、本稿では、BVD-Zephyr データベースにおいて、資金調達チャネルの情報が明確になっている中国民营企业TOP500の海外買収サンプル一七〇件を集計した。⁽⁸⁾

これらのサンプルの民营企业データを通して、中国の民营企业TOP500の海外買収資金調達手段には顕著な特徴が三つあることが窺える。第一に、買収投資案件の件数から見て、増資、資本注入、プライベート・エクイティ、プライベート・プレースメントの四つの資金調達手段を中心として、第三者割当増資、転換社債の発行、転換社債手形、企業ベンチャー投資、レバレッジド・バイアウト、新規銀行ファシリティ、新株発行、ベンチャー資本が補完手段として使われており、公募、クラウドファンディング、メザニン・ファインانسなどの資金調達手段はまったく採用され

なかった。第二に、買収金額から見ると、レバレッジド・バイアウト、新規銀行ファシリティとプライベート・エクイティの三つの資金調達手段の金額は明らかに他の資金調達手段より大きい。

第三に、国内の金融市場の特徴に沿って、ベンチャー資本とレバレッジド・バイアウトの二つの資金調達手段が使われ、八つのベンチャー資本の買収案件は、二〇一〇年、二〇一二年、二〇一四年、二〇一五年と二〇一七年に、五つのレバレッジド・バイアウトの買収案件は、二〇一四年、二〇一六年と二〇一七年にそれぞれ使われた。

一方、二〇一六年以前の資金調達手段と比べて、二〇一七年には二つの新しい現象が現れた。一つ目は、企業ベンチャー投資、レバレッジド・バイアウト、新規銀行ファシリティとベンチャー資本の四種類の資金調達手段の使用頻度が明らかに高まったことである。二つ目は、レバレッジ

ド・バイアウト、新規銀行ファシリテイの資金調達チャンネルでは、一つの案件が百億ドル近いケースが現れ（具体的な金額は九三・七六億ドル）、他の資金調達ルート（の金額よりはるかに大きく）なっていることである。

二、単一チャネル調達と複数チャンネル調達の選択

民営サンプル企業が行う海外買収投資において、単一チャンネルと複数チャンネルの使用頻度には大きい偏りがなく、単一チャンネルは九五件、複数ルートは七五件となった。

さらに分析を進め、上記二つの資金調達チャンネルについて四つの特徴があることが明らかになった。第一に、資本注入、転換社債手形、企業ベンチャー投資、レバレッジド・バイアウトと新

株発行は、複数チャンネルの資金調達手段に現れただけで、単一チャンネルの資金調達手段には現れなかった。第二に、買収投資金額を全体的に見れば、複数チャンネルの買収案件が単一チャンネルの買収案件を大きく上回った。第三に、全体的に見ると、単一チャンネルの資金調達手段は主にプライベート・エクイティとプライベート・プレースメントに集中した。複数チャンネルの資金調達手段は、取引の数では、「増資+資本注入」に集中し、金額では、主に「増資+資本注入」、「新規銀行ファシリティ+レバレッジド・バイアウト」、「新規銀行ファシリティ+プライベート・エクイティ」と「新規銀行ファシリティ+レバレッジド・バイアウト+プライベート・エクイティ」に集中した。第四に、案件の一つあたりの調達金額から見て、「新規銀行ファシリティ+レバレッジド・バイアウト」の資金調達力が最大

で、一件あたりの調達金額は五四・四三億ドルであり、他の資金調達手段をはるかに上回った。

三、海外買収投資の支払方法についての全体的な状況

本稿では、BvD-Zephyr データベースの分類方法を採用し、海外買収投資の支払方法を現金(cash)、現金約定(cash assumed)、転換社債(converted debt)、債務引受(debt assumed)、繰延支払(deferred payment)、支払計画(earn-out)、銀行信用(loan notes)、株式(shares)とその他(other)の九種類に分けている。これらの支払方法に基づき¹⁰⁾、本稿では、BvD-Zephyr データベースにおいて、支払方法が明確になっている中国民間企業TOP500の海外買収案件二二四件を集計した¹⁰⁾。

図表3に示すように、民営サンプル企業の海外買収投資の支払方法の特徴は顕著である。第一に、支払方法は、現金、転換社債、債務引受、繰延支払、銀行信用、株式、その他の方法に及ぶが、現金約定と支払計画の二つの方法は使われなかった。第二に、支払方法は現金が主で、現金で支払った取引案件が九〇%以上を占めている。第三に、銀行信用で支払った取引案件の金額は、他の方法の平均値をはるかに上回った。

四、単一支払方法と複数支払方法の選択

中国民営サンプル企業の海外買収投資の支払方法において、単一支払方法は複数支払方法より顕著に多く、単一支払方法が二〇一件、複数支払方法が二三件となった。

図表3 2005-2017年中国民営サンプル企業の海外買収投資の支払方法のまとめ

支払方法	買収案件 (件)	買収金額 (百万ドル)	買収金額に及ぶ 買収案件 (件数)
現金	202	33707.28	192
現金約定	0	0	0
転換社債	1	25	1
債務引受	22	11889.03	21
繰延支払	9	1765.85	8
支払計画	0	0	0
銀行信用	1	1800	1
株式	8	1236.08	8
その他	5	243.62	4
合計	248	50666.86	235

(注) 買収案件の件数には重複がある。

さらに分析を進めることによって、上記二つの支払方法について三つの特徴が明らかになった。第一に、単一支払方法では現金支払が最も主要な方法であり九〇％に達する。第二に、複数支払方法にはすべて現金支払が含まれる。第三に、一件あたりの買収投資案件の金額を見ると、「現金＋銀行信用」が最大であり最も有力な支払方法であった。

五、海外買収投資の資金調達指数と支払指数

指数に関する分析によって、本稿では以下のことが明らかになった。第一に、資金調達指数も支払指数もここ数年で大幅に増加した。資金調達数量指数は二〇一四年の七二・一二から二〇一七年の三六四・一五まで、また、資金調達金額指数は

中国民営企業の海外買収投資と資金調達手段

図表4 2005-2017年中国民営サンプル企業の海外買収投資における単一支払方法と複数支払方法のまとめ

項目	支払方法	買収案件 (件)	買収金額 (百万ドル)	買収金額に関連する 買収案件 (件数)
単一支払 方法	現金	179	28245.03	170
	現金約定	0	0	0
	転換社債	1	25	1
	債務引受	12	9726.56	11
	繰延支払	2	576.46	1
	支払計画	0	0	0
	銀行信用	0	0	0
	株式	6	643.15	6
	その他	1	121.69	1
	合計	201	39337.89	190
複数支払 方法	現金+債務引受	9	1758	9
	現金+繰延支払	7	1189.39	7
	現金+その他	4	121.93	3
	現金+銀行信用	1	1800	1
	現金+株式	1	188.46	1
	現金+株式+債務引受	1	404.47	1
		合計	23	5462.25

図表5 中国民営サンプル企業海外 M&A 投資の資金調達指数

	資金調達指数					
	調達指数		単一チャンネル調達指数		複数チャンネル調達指数	
	数量	金額	数量	金額	数量	金額
2005	4.81	0.61	10.64	1.46	0	0
2006	0	0	0	0	0	0
2007	0	0	0	0	0	0
2008	19.23	25.09	21.28	16.07	17.86	36.02
2009	14.42	13.17	10.64	16.07	17.86	12.64
2010	38.46	3.22	42.55	5.35	35.71	1.91
2011	105.77	200.91	106.38	195.27	107.14	233.79
2012	72.12	44.75	53.19	97.96	89.29	7.27
2013	81.73	23.37	74.47	43.52	89.29	10.08
2014	72.12	139.58	63.83	64.04	71.43	151.05
2015	168.27	91.39	202.13	99.21	142.86	97.81
2016	274.04	382.38	159.57	188.13	375	595.89
2017	346.15	655.24	265.96	207.54	392.86	1403.28

(注) 指数は2011-2015年の平均値に基づき算出。

二〇一三年の二三・三七から二〇一七年の六五・二四まで増加した。単一チャンネルの資金調達数量指数は二〇一四年の六三・八三から二〇一五年の二〇二・一三まで、また、資金調達金額指数は二〇一三年の四三・五二から二〇一六年の一八八・一三まで増加した。複数チャンネルの資金調達数量指数は二〇一四年の七一・四三から二〇一六年の三七五まで、また、資金調達金額指数は二〇一三年の一〇・〇八から二〇一七年の一四〇・二八まで増加した。

支払数量指数は二〇一四年の七一・四三から二〇一六年の三七九・一二まで、また、支払金額指数は二〇一三年の一四・三一から二〇一六年の五三〇・二六まで増加した。単一支払方法の数量指数は二〇一四年の六九・六二から二〇一六年の三〇三・八〇まで、また、金額指数は二〇一四年の一四・九三から二〇一六年の四八七・六五まで増

図表6 2005-2017中国民营企业サンプル企業海外M&A投資の支払指数

	支払指数					
	支払指数		単一支払方法指数		複数支払方法指数	
	数量	金額	数量	金額	数量	金額
2005	10.99	2.24	12.66	2.58	0	0
2006	10.99	3.11	0	0	83.33	23.31
2007	5.49	4.09	6.33	4.71	0	0
2008	21.98	27.52	25.32	31.75	0	0
2009	32.97	22.04	25.32	21.84	83.33	23.31
2010	54.95	125.93	50.63	5.06	83.33	912.06
2011	93.41	143.84	94.94	165.17	83.33	5.07
2012	71.43	131.58	69.62	150.79	83.33	6.6
2013	71.43	14.31	69.62	15.49	83.33	6.6
2014	71.43	29.05	69.62	14.93	83.33	120.88
2015	192.31	181.23	196.2	153.61	166.67	360.85
2016	379.12	530.26	303.8	487.65	833.33	704.92
2017	346.15	495.37	348.1	478.65	333.33	604.12

(注) 指数は2011-2015年の平均値に基づき算出。

加した。複数支払方法の数量指数は二〇一四年の八三・三三から二〇一六年の八三三・三三三まで、金額指数は二〇一三年の六・六〇から二〇一六年の七〇四・九二まで増加した。

第二に、近年の複数チャンネル資金調達手段は単一チャンネル資金調達手段より成長が速い。これは国内の金融市場の発展によるものだけではなく、近年、中国の複数チャンネル資金調達方式に対する外国資本の受け入れ度合が高まったことも一因として考えられる。

第三に、資金調達指数と支払指数は、同時に二〇一一年に新たな成長段階を達成した。ここから、わがプロジェクト研究グループは、二〇一一年を中国民营企业海外直接投資の「元年」とすることを提案している。

一方、二〇一六年以前の資金調達手段に比べ、二〇一七年には新たな特徴が二つ現れた。一つ目

は、資金調達指数や支払指数を見ると、二〇一七年はそれまでと比べ成長率が低下したことである。二つ目は、資金調達チャンネルにおける数量指数と金額指数、特に複数資金調達チャンネルにおける数量指数と金額指数の間に明らかな乖離が生じ、複数資金調達チャンネルでは、両者がそれぞれ三九二・八六と一四〇三・二八となつて大幅な差異が生じたことである。

終わりに

中国では、民営企業の位置づけは国有企業に全くと及んでいないが、全国の九〇%の就業を担っている。二〇一七年六月から中国政府は製造業以外の民営企業の海外投資に対して規制を行っている。同時に中国経済のスローダウンに伴い、民営企業は国有企業よりはるかに大きなダメージを受

けている。国内には「国進民退」（国有企業の比率がますます高くなる一方、民営企業の方が縮小する）という傾向を止めさせながら、民営企業海外投資をいかにプラスにするかが現在中国にとつて一番肝心な問題であろう。中国民営企業海外買収投資における資金調達手段などの実態は、中国政府の関連データが未整備なため、いまだにはつきりしていない。このような中で、私たちの研究は大変意義があると信じる。

本稿は、『中国民営企業海外直接投資指数年度報告二〇一八』（薛など著、人民出版社二〇一九年三月出版予定）に基づいて作成したものである。二〇一七年度から、著者らの研究チームは、南開大学「中央専門基本科研業務資金」や同大学「国際経済貿易系社会服務研究チーム」などの助成金をいただいで、中国国内において初めて民営企業海外直接投資に関するデータベースを整備し、それに

中国民营企业の海外買収投資と資金調達手段

基ついて本稿を作成した。

(注)

- (1) 中華全国工商業聯合会は、中国統線部に所属、工商業界の最大の団体で、全国各地工商聯合会を統括する組織である。
- (2) 私営企業とは、中国国家統計局、中国国家工商行政管理局「企業登録を区分する規定について」(一九九八年八月二八日、国統字「一九九八」二〇〇号) 第九条の規定に基づいて、自然人の投資によって設立され、もしくは自然人が株式を所持し、営利目的で労働者を雇用する組織である。
- (3) 公有制経済と非公有制経済は全て特色ある中国社会主义市場経済の重要な構成部分である。公有制経済とは、国有経済、集団経済及び混合所有制における国有と集団部分を指す。非公有制経済は公有制経済を除いたものであり、个体資本、資本、外資資本などを含む。
- (4) 中華全国工商業聯合会「二〇一五年度全国工商聯における規模以上民营企业についての調査を実施する通達」、二〇一六年一月二七日 (http://www.aclfic.org.cn/web/c_000000010003000100010003/d_43920.htm)
- (5) 本稿では、中華全国工商業聯合会が毎年発表している中国民营企业のTOP500のリストを採用している。
- (6) データはBvD-Zephyrデータベースにより作者が作成した。
- (7) 劉坪「二〇一四」「異なる種類の中国企業の海外買収における資金調達手段研究——〇件のケーススタディ」、修士論文、北京交通大学会計学院、二〇一四年、一五頁。
- (8) BvD-Zephyrデータベースにおいて、資金調達チャンネルの情報が明確になっている中国民营TOP500の海外買収サンプルは合計一七〇件であるが、一つの取引で単一資金調達チャンネル又は複数資金調達チャンネルを使用することができるとため、図表1の買収案件の件数合計とは一致しない。
- (9) 詳細データは、「中国の民营企业が海外で直接投資する指数二〇一七年度報告——中国民营企业TOP500の指数分析——」(薛軍などにより編著) による。
- (10) BvD-Zephyrデータベースにおいて、支払方法が明確になっている中国民营企业TOP500の海外買収は合計二二四件であるが、一つの取引で単一支払方法又は複数支払方法を使用することができるため、図表3の買収案件の合計件数とは一致しない。
- (11) 詳しいデータは『中国民营企业海外直接投資指数年度报告二〇一七』(薛ほか著、人民出版社、二〇一七年) による。

(参考文献)

- [1] 江乾坤、王沢霞、「中国民营企业集団のクロスボーダーM&A融資創新パターン」、『技術経済』、二〇一二年第三期、九九～一〇三頁。
- [2] 毛学佳、万幼清、「金融危機の下に中央国有企業のクロスボーダーM&A融資パターン研究」、『财会通信』、二〇一七年第八期。
- [3] 柳景海、「企業買収融資の問題点及び対策」、『财会月刊』、二〇〇七年第二四期、二九～三〇頁。
- [4] 劉坪 [二〇一四] 「異なる種類の中国企業の海外買収資金調達手段研究——〇件のケーススタディ」、修士の論文、北京交通大学会計学院、二〇一四年、一五頁。
- [5] 薛軍など著『中国民营企业海外直接投資指数年度報告二〇一七』、人民出版社、二〇一七年。
- [6] 中華全国工商業聯合会「二〇一五年度全国工商聯における規模以上民营企业についての調査を実施する通達」(二〇一六年一月二七日 (http://www.acfic.org.cn/web/c_000000010003000100010003/d_43920.htm))。
- [7] 中国の中華全国工商業聯合会 <http://www.acfic.org.cn/>
- [8] BvD-Zephyr データベース: <http://zephyrbvdfinfo.com/>

(せつ ぐん・当研究所客員研究員、
中国南開大学経済学院教授)

(り きんえい・中国南開大学経済学院博士後期学生)

(そ にとう・中国南開大学経済学院博士後期学生)