

中国の起業ブームとベンチャーファイナンスの動向

調査部

上席主任研究員 藤田 哲雄

要 旨

1. デジタル技術の発展によって起業が容易になったことに加え、中国では政策の後押しもあって、起業数が急増しており、インキュベーターなどの支援産業も急速に拡大している。元来、中国は社会主義経済であったことからベンチャー企業という概念は存在しなかったが、改革開放路線後から起業の動きが始まり、グローバル化の進展で海外の技術やノウハウが導入されることで成功する企業も現れた。これまでに中国では何度か起業ブームがあったが、現在のブームはデジタル技術を活用したビジネスが多いこと、起業を支援するエコシステムが発達していることが特徴である。
2. ベンチャー企業の成長にとって不可欠なのはファイナンスである。多くの先進国では、自己資金、スイートマネー（家族や友人）、エンジェル、ベンチャーキャピタル、銀行融資を企業の発展段階に応じて使い分けてきた。中国においては、近時の起業ブームを受けて、ベンチャーキャピタル投資が急増しており、その投資額は日本の60倍となり、アメリカに次いで世界第2位となった。中国のベンチャーキャピタルは、かつては外国資本が多かったが、最近は国内資本が大半を占める。
3. 中国のベンチャーキャピタルの最近の投資動向をみると、インターネット、ITサービス、通信で新規投資の約6割を占めている。アメリカでも、ソフトウェア、ITサービス、メディア・エンターテインメントで全体の約6割を占めており、同様の傾向を示している。中国のベンチャーキャピタルは、シードステージでも投資をするところが多い一方で、出口間近のレイターステージではアメリカに比べて投資の割合は小さい。地域的には、全国に機関が分散しているが、投資額でみると北京、上海、広東の3地域に集中している。
4. 中国のベンチャーキャピタルの出口戦略はIPOとM&Aである。IPOの場合、①国内主要市場（上海・深圳）、②国内中小板市場（深圳）、③国内創業版市場（深圳）、④海外市場といった選択肢がある。また、店頭登録市場として新三板市場が存在し、上場に比べて緩やかな要件で登録可能である。最近の起業ブームを受けて、新三板市場への登録企業数は急増している。
5. エンジェルファイナンスは本来私的ネットワークを通じて取引が仲介されるため、統計がなくその全貌を把握することは困難であるが、近年は北京を中心に投資が盛んになっている。また、インキュベーター自身がエンジェル投資家となる例も増えている。中国ではインターネットのプラットフォームで起業家とエンジェル投資家をマッチングするサービスが発達しており、エンジェルファイナンスの新しい形態として注目される。
6. クラウドファンディングは必ずしも起業に結び付けられるファイナンス手法ではないが、メイカーが試作品などをインターネットで公開し、クラウドファンディングで受注して資金調達を行うことでリスクをヘッジすることが可能になるため、起業につながる新たなファイナンス手法として利用が広がっている。

目次

1. はじめに

2. 起業ブームと環境変化

- (1) 4つの起業家の時代
- (2) デジタル時代の起業環境の変化
- (3) イノベーション政策による後押し
- (4) インキュベーターと起業数の増加

3. ベンチャー企業の発展段階とファイナンス

4. ベンチャーキャピタル

- (1) 世界のなかでの中国の位置づけ
- (2) 中国のベンチャーキャピタルの歩み
- (3) 投資の動向

5. エンジェルファイナンス

- (1) 定義
- (2) 発展状況
- (3) 投資家ネットワークの形成

6. クラウドファンディング

7. おわりに

1. はじめに

近年中国ではイノベーション政策が重視されるとともに、IT分野を中心にベンチャー企業の活動が活発化している。活発化の傾向は2014年頃よりみられ、2015年のベンチャーファイナンスの投資総額でみると、世界第1位のアメリカ（723億ドル）に次いで中国が世界第2位（492億ドル）となり、日本（8億ドル）の61倍に達した。中国のベンチャーキャピタル投資は海外からの外貨建の投資ばかりではなく、最近では国内による人民元建の投資が急増しており、国内でのベンチャーファイナンス市場の成長を確認出来る。

日本ではベンチャー企業の輩出が少なく、これまでにベンチャーファイナンスの拡充を目的とした様々な政策が採用されてきたが、いまなお大きな成果は見えていない。一方で、かつて資本主義経済とは異なる路線を歩んでいた中国は、近年の急速な変化によって、いまや日本の60倍以上もの投資が行われるベンチャー大国となった。

本稿では、まず、中国のベンチャー企業急増の背景にある起業ブームについて説明する（2.）。次に、ベンチャー企業の発展段階とファイナンス手法について、基本的構造を整理する（3.）。さらに、ベンチャーキャピタル（4.）、エンジェルファイナンス（5.）、クラウドファンディング（6.）といったそれぞれの資金調達方法について、起業ブーム

を受けてどのような変化が生じているのかについて明らかにしたい。

2. 起業ブームと環境変化

(1) 4つの起業家の時代

中国は本来、社会主義国家であるため、スタートアップやベンチャー企業の歴史は長くない。しかしながら、現在は後述するように起業ブームに沸いており、各地で大規模なインキュベーション施設が用意されるなど、過熱気味の状況である。そこでまず、これまでの中国の起業家で成功した人達の歴史を振り返っておきたい。Ren[2016]の整理によれば、

1980年代から現在まで4つの年代に分けられるという（図表1）。

最初のグループは、1980年代に起業して現在成功した人達である。具体的には、ハイアール（1984年創業）、レノボ（1984年創業）、WANDAグループ（1988年創業）などであり、それぞれの時価総額は、現在82.5億ドル、68億ドル、288.4億ドルとなっている。彼らは単独で会社を所有し、正式な教育をほとんど受けていない。たとえば、ハイアールグループCEOのZhang Rumin氏は文化大革命で大学に進学することが出来なかった。彼は青島の冷蔵庫工場で製品の品質の低さが企業の成長を阻んでいることに気づき、1984年に品質の低い冷蔵庫を破壊して高品質製品の製造への

図表1 各年代の中国の代表的な成功起業家

	企業名	主な製品・サービス もしくは業種	創業者	設立年	時価総額 (億ドル)
1980年代	Haier	家電	Zhang Ruimin	1984	82.5
	Lenovo	PC	Liu Chuanzhi	1984	68.0
	Wanda Group	コングロマリット	Wang Jianlin	1988	288.4
1990年代	Fosun	コングロマリット	Guo Guangchang	1992	128.8
	SF Express	物流	Wang Wei	1993	65.9
	Suning	家電小売販売	Zhang Jindong	1996	155.0
2000年代	Tencent	インターネットサービス	Pony Ma	1998	2,054.1
	Alibaba	電子商取引	Jack Ma	1999	1,917.1
	Baidu	検索エンジン	Robin Li	2000	563.2
2010年代	Didi Kuaidi	配車サービス	Liu Quing	2012	279.9
	Meituan	O2O	Wang Xing	2010	70.0
	Xiaomi	スマートフォン製造	Lei Jun	2011	459.9

(資料) Ren [2016] を基に日本総合研究所作成

コミットメントを示し、それがハイアールの原点となった。

第2のグループは1992年の鄧小平の南巡講話の影響を受け、1990年代に行動を起こした人々である。南巡講話によって開放自由経済を原則とするという改革開放路線が打ち出され、それが起業家の背中を押したといわれる。たとえば、Fosun、SFExpress、Suningなどの企業である。それぞれの時価総額は128.8億ドル、65.9億ドル、155億ドルである。改革開放路線で中国の起業家たちは海外にも出かけて技術を吸収するとともに、海外から中国へのアクセスが可能になることでグローバル競争が激しくなり、私企業が成長するようになった。

第3のグループは2000年前後に起業した、アリババ、テンセント、バイドゥである。中国は2001年にWTOに加盟し、インターネットを活用したビジネスの拡大が始まった。たとえば、アリババ創始者のジャック・マー氏は中国のビジネスは国内でのみ適切に評価されていることをよく理解していた。そこで、マー氏は世界と中国市場の架け橋となって、オンライン市場で両者を結びつけた。テンセントは中国のインターネットユーザーが欧米とはかなり異なり、バーチャルエンターテインメントの消費が盛んであることを理解していた。これらのインターネット企業3社は、中国国内でそれぞれ独占的なシェアを持つに至っている。

第4のグループは2010年以降に起業した人々である。滴滴 (Didi Kuaidi)、Meituan、Xiaomiなどで、それぞれ時価総額は279.9億ドル、70億ドル、459.9億ドルである。彼らは中国のミレニアル世代である。ミレニアル世代とは1980年代から2000年代初頭までに生まれ、インターネットが普及した環境で育った最初の世代であるため、情報リテラシーに優れるという特徴があるといわれる。上記3社の創業者は、みな海外で教育を受けており、体系的な経営スキルを身につけている。3社はいずれも、インターネット上のサービスを展開している。

このように、中国の起業家にはこれまで4つの波があったとされるが、最近起こっている起業ブームは、ミレニアル世代の情報リテラシーに加えて、世界的に起業環境が大きく変化していることが背景にある。

(2) デジタル時代の起業環境の変化

起業ブームは中国だけで生じていることではない。スタートアップ企業が欧米やアジアなど多くの国で生まれ、急成長の果てに既存ビジネスの姿を変貌させている例がいくつも現れている。

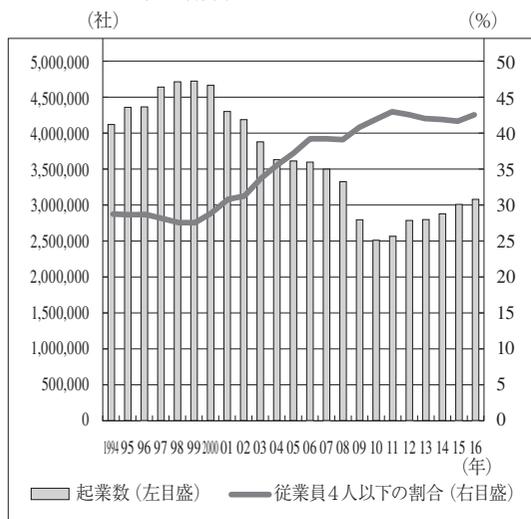
このような変化の根本的な要因は、少ない資金で起業が可能になったことである。2005年頃から、オープンソースソフトウェアの普及により、ソフト開発・宣伝費が劇的に低下した。かつては、自社用のサーバーを購入し、

データベースを構築するだけで数百万円以上の投資が必要であったのが、オープンソースソフトウェアやクラウドサービスを利用すれば、数万円で同様のことが可能になった。これによって、アイデアさえあれば、自己資金だけで一定のサービスをインターネットを通じて提供出来るようになった。実際、このような変化は統計の上でも確認することが出来る。たとえば、アメリカでの起業数は2000年代から減少が続いていたが、従業員数4人以下のマイクロビジネスのスタートアップ企業の比率は2005年頃より上昇傾向にある(図表2)。起業資金が少なくて済むのであれば、同じ資金で多くの起業家を支援すること

が可能になる。アメリカのシリコンバレーでは、Yコンビネーターというインキュベーター会社が2005年に設立され、アイデアを持った人たちに2万ドルくらいずつ出資して起業を支援した。現在までに投資した企業は1,200社を超えており、そのなかからAirbnb(民泊仲介サービス)、Dropbox(オンラインストレージ)、Docker(オープンソースのコンテナ管理ソフトウェア)、Heroku(クラウドアプリケーション)などの成功企業が生まれている。

もっとも、このようなICT環境の変化はインターネットを利用したサービス提供などでは大きな影響があるものの、製造企業への影響は限定的であるとも考えられてきた。しかし、最近では、ものづくりにおいてもデジタル技術を活用して、誰もが簡単にアイデアを具現化することが可能になってきた。いわゆるメイカーズムーブメントと呼ばれる動きである。クリス・アンダーソンが著書「Makers」で定義したデジタルものづくりの動きを指すが、ここでは3Dプリンターやレーザーカッターのようなデジタル工作機器を利用して専門知識を持たない人でもモノをデザインすることが可能になった。加えて、デザインされたアイデアを公開することで、オンラインコミュニティのなかで、世界の仲間と共創することが可能になり、さらに、世界中のソーシング企業にインターネット経由で製造を低価格・小ロットで生産委託することが可能に

図表2 アメリカの起業数と従業員4人以下の企業の割合



(資料) US Bureau of labor Statistics, "Business Employment Dynamics" のデータを基に日本総合研究所作成

なったといわれる。

このような環境変化によって、世界中で多くのものづくりを試みるメイカーが登場した。「メイカー」とはモノ（製品）の開発までは行うが、これを商業的に製造販売する段階までは至らない人たちを指す。ベンチャー企業の成長ステージでいえばシード期にあたる。そのようなアイデアを持った人が起業すればスタートアップと呼ばれる。設立してまだ業歴が浅く規模が小さい。かつては、ものづくり企業を立ち上げるのにも一定の技術の習得や、製造機器などへの投資が必要なため容易ではなかった。ところが、先述したように、優れたアイデアがあれば、それをかたちがあるモノ（製品）にすることはデジタル技術の発達によって容易になり、必要な起業資金も当面の人件費プラスアルファで十分ということになった。かくして、ものづくりにおいても起業の敷居が低くなり、多くのものづくり企業が誕生することとなった。これらの起業環境の変化はアメリカで始まったが、その動きは中国をはじめとするアジアにも広がった。

(3) イノベーション政策による後押し

中国についてみれば、このようなデジタル環境の変化に加えて、政策的な後押しの効果も見落とすことが出来ない。それは、2014年に李首相が提唱した「大衆創業、万衆創新（大衆の創業、万人のイノベーション＝双创）」

政策である。2015年には政府活動報告にも盛り込まれ、政策として本格化した。具体的には、起業の阻害要因となるような制度の是正や、条件に応じた減税、資金調達の支援、起業のための拠点づくりなどの政策を展開している。この背景には、中国の経済成長が減速し、新常态となってかつてのように投資で経済成長を主導することの限界がみえ、産業の高付加価値化を推進しなければならないこと、同時に経済成長が鈍化するなかで、新たな雇用の受け皿が必要であること、などが指摘出来る。

中国の起業を促す政策はこれまでもあったが、それは海外留学帰国者などを対象とした、一部の層を対象としたものであった。ところが、今回「大衆創業」として起業家予備軍の裾野を広げたのは、先述した世界的な起業環境の変化があるからである。中国にはもともと、北京の中関村や上海などで多くの起業家が集まる地域が存在していたが、この動きを加速させ、中国全土に広げていく意図がうかがわれる。

(4) インキュベーターと起業数の増加

インキュベーション施設（インキュベーター）は、まだビジネスアイデアを温めている段階のベンチャー企業の立ち上げから、事業が軌道に乗るまで一定期間の年限を区切って、メンターによる相談、事務支援、経営支援、専門知識の提供、さらにはエンジェル投

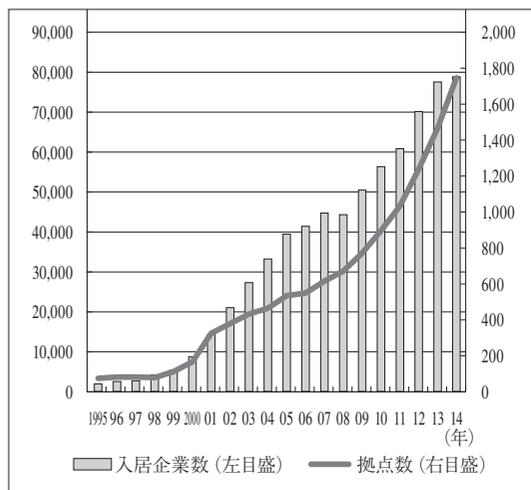
資家としての資金提供を通じて支援する施設である。ベンチャー企業育成のエコシステムに不可欠な存在であり、中国においても科学技術振興を目的に20年前から導入されている。2000年代前半に入居企業数が大きく増加し、2009年以降から拠点数も急増している(図表3)。中国科学技術部の統計は2014年までしか公表されていないため、直近の動向はここからは把握出来ない。

2015年の双创政策の本格化により、政府はインキュベーターにとどまらず、コワーキングスペースやメイカーズスペースなどを含むより広い概念である「衆創空間」の設立・運営を支援する政策を打ち出した。2015年3月

(注1) および、2016年2月(注2)に国务院から衆創空間が経済の発展に寄与するものとして指導意見が発表されている。双创政策が、科学技術政策というよりもむしろ、一般的に起業とイノベーションを奨励するものであることから、衆創空間の入居企業は必ずしもハイテク産業である必要はない。

衆創空間の実態は政府統計では把握出来ないが、いくつかの機関が調査を行っている。上海財形大学の「2016衆創空間発展報告」(2016年11月発表)によれば、中国全土で3,155カ所の衆創空間が存在し、そのうちの42.4%にあたる1,337カ所が科学技術部の認定を受けて、中央政府もしくは地方政府から政策的な支援を受けているという(注3)。地域的には偏りがあり、北京市、上海市、重慶市、広東省に多くの拠点が設置されているが、貴州省、青海省など内陸部にもすでに衆創空間を設置する動きが広がっている(図表4)。北京地区では北京に多くの拠点が集まっており、天津市や河北省にも分布する。上海地区では上海市と杭州市を中心としながらも、比

図表3 中国の科学技術企業インキュベーター拠点数と入居企業数



(資料) 中国科学技術部火炬高技术産業開発中心のデータを基に日本総合研究所作成

図表4 衆創空間の地域別分布状況

拠点数	地域
201以上	北京市、上海市、重慶市、広東省
101~200	河北省、遼寧省、福建省など
51~100	湖北省、内モンゴル自治区、甘肅省など
50以下	江西省、貴州省、青海省、寧夏自治区など

(資料)「2016衆創空間発展報告」を基に日本総合研究所作成

較的地域的集中はみられない。珠江デルタ地区では、広州市と深圳市に集中しながら周辺の都市にも分布し、衆創空間の広域ネットワークを形成している。

このようなインキュベーターの増加を受けて、起業数も増加している。新たに会社登記をした企業数ベースでその数を把握してみると、2016年の第3四半期まで（1月から9月）の新規登録企業数は401万社であり、一日平均1.46万社が誕生していることになる（注4）。2015年通年では平均1.2万社であったことからすれば、2016年に入って起業熱がさらに高まっていることが確認出来る。

このように、政府がこぞって起業を奨励することに対しては、批判的な見方も可能である。デジタル時代となって起業が容易となったとはいえ、その後のビジネスの展開・成功に至る道は誰にでも開かれているわけではない。日本でもベンチャー企業の成功は「センミツ（1,000社のうち成功するのは3社に過ぎない）」ともいわれるように、非常に難しい。中国においても、このような多くの起業家のうち、5年後に生き残っているのは1割程度という見方もあり、誰もが楽観視しているわけではない。しかしながら、たとえ失敗したとしても、起業した経験は将来大きな財産となる可能性がある。社会全体で見れば、失業手当を給付して仕事が見つかるまで待機してもらうよりは、その資金で起業を支援し、自分の会社を立ち上げて、数年間でも真剣に事

業に取り組む方が人材育成という意味でも好ましいという点があると思われる。

（注1） http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-03/11/content_9519.htm

（注2） http://www.gov.cn/zhengce/content/2016-02/18/content_5043305.htm

（注3） <http://news.sufe.edu.cn/e0/4e/c181a57422/page.htm>

（注4） http://www.gov.cn/xinwen/2016-10/17/content_5120344.htm

3. ベンチャー企業の発展段階とファイナンス

ここで、ベンチャー企業の発展段階とファイナンス方法について整理しておきたい。ベンチャー企業といっても、会社設立前のビジネスプランを練っている段階と、業務が順調に発展し、上場直前の段階では、資金使途や金額、調達先が全く異なるからである。どのようにステージを区分するかについては論者により異なり、公式な定義は存在しない。以下ではわが国で一般的な区分に従って説明する（図表5）。

まず、設立準備段階のシード期においては、ビジネスモデルや商品・サービスのコンセプトを固めることが重要である。したがって市場調査や会社設立手続きの諸費用が発生するものの、実際の業務はまだ開始していないため、それほど多額の資金を必要としない。この段階は自己資金を利用することが多い。

次に、会社設立後、立ち上げた事業が軌道に乗るまでの間（通常は設立から5年程度）はスタートアップと呼ばれる。この時期は通

図表5 ベンチャー企業の発展段階と資金調達方法

ステージ	シード	スタートアップ	アーリー ステージA	グロース ステージB	レイター ステージC
状況	コンセプトやビジネスモデルはあるが、具体的な製品(プロダクト)やサービスに落とし込めていない。	会社設立後、立ち上げた事業が軌道に乗るまで(5年程度)。	事業展開を本格的に進めていく時期だが、事業全体は赤字か低収益の場合が多い。	売り上げが成長し、事業が軌道に乗り始める。単年度損益も黒字となり、損益分岐点を超える。	キャッシュフローも黒字になり、累積損失も解消。
主な資金需要	登記費用、調査費用	運転資金・設備資金、販促費	開発費用、(拡大)人件費	増加運転資金、拡張設備資金	運転資金
内部資金調達	自己資金	自己資金、家族・友人			
外部調達資金		エンジェル投資家、VC	VC、提携先大企業 公的金融	VC、民間銀行	民間銀行、 第三者割当増資、VC

(資料) 日本総合研究所作成

常の事業活動を営む上で必要な運転資金や設備投資資金が必要になる。研究開発型のベンチャー企業ならば、特許権などの取得費用も必要になり、他社の技術・販売権等を使用する場合には、そのライセンス料も必要となる。また、場合によっては販売促進費も必要である。この段階の必要資金はシード期よりは多額であるが、多くの場合は自己資金に加えて親戚や友人などから調達した資金(スイートマネー)が多い。キャッシュフローのマイナスが続くため、途中で資金調達が必要になるが、事業歴が浅くリスクも大きいいため、金融機関からの借入れは難しい。ビジネスプランが評価されればエンジェル投資家(個人投資家)や、場合によってはベンチャーキャピタル(VC)からも資金調達をする場合がある。

第3段階はアーリーステージと呼ばれ、本格的な事業展開を行う。本格的な事業展開前

であるため事業収入が限られており、人材調達やさらなる研究開発に追加資金が必要となることも多い。この段階においても企業の信用力はまだ十分ではないため、民間金融機関からの借入れは容易ではない。公的金融の利用も考えられるが、多額の調達は無理である。この段階で多額の資金調達が必要な場合は、主にベンチャーキャピタルから出資を受けることが多い。また、独自の研究成果などを保有している場合には、大企業との資本提携によって出資を受けることもある。

第4段階は、グロースステージと呼ばれる。売り上げが成長し、事業が軌道に乗り始める時期である。単年度損益でも黒字となり、損益分岐点を超えるが、営業キャッシュフローやフリーキャッシュフローが赤字の場合が多い。この段階では売り上げの拡大に伴う増加運転資金や、拡張設備投資資金などの旺盛な

資金需要が発生するものの、この段階になると、民間金融機関からの借入れも可能となるため、融資と出資を組み合わせ対応する。出資はベンチャーキャピタルからである。

最終段階はレイターステージと呼ばれる。この段階ではフリーキャッシュフローが黒字化し、累積損失も解消している。この段階での資金調達には民間金融機関からの通常の借入れのほか、シンジケートローンなどのストラクチャードファイナンスも利用される場合がある。出資については、さらにベンチャーキャピタルから受ける場合もあるが、安定株主対策のために取引先や金融機関などに第三者割当増資を行い、株式上場に備えることが多い。

このようなベンチャー企業の基本的なステージ区分と資金調達方法は、細かい部分では差異があるものの、国によって大きく枠組みが異なることはない。以下では、中国の各種のベンチャーファイナンスについて説明する。

4. ベンチャーキャピタル

(1) 世界のなかでの中国の位置づけ

中国のベンチャーキャピタル投資について詳しくみる前に、世界の中での中国の位置付けとトレンドについて確認しておこう。

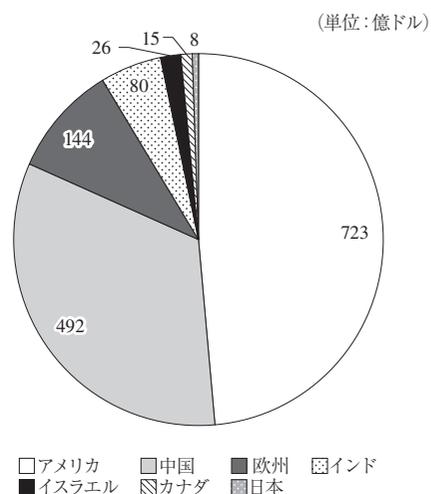
2015年の世界主要国のベンチャーキャピタル

投資についてみると、投資総額は1,488億ドル、ディール数は8,415件であった。最も多いのはアメリカであり、723億ドル、3,916件である。世界第2位は中国で、492億ドル、1,611件の投資があった。欧州、インド、イスラエルと続き日本はカナダを下回っている(図表6)。このように、中国のベンチャーキャピタル市場は世界主要国で構成される市場の3分の1を占める大きな市場に成長している。

では、中国はいつからこのようなベンチャーキャピタル大国になったのか。最近10年間の投資の動きをみると、2014年から急増していることが確認出来る(図表7)。

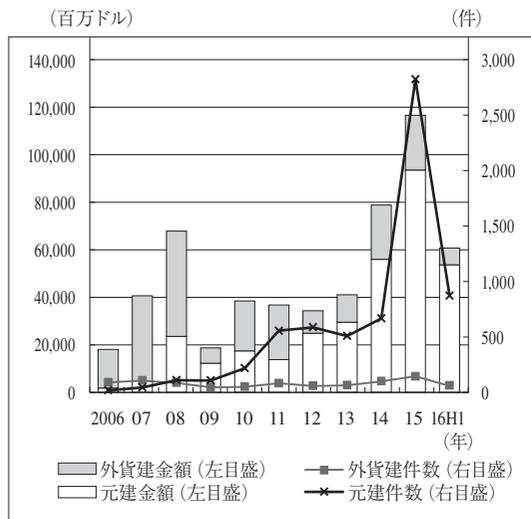
中国のベンチャーキャピタル投資は外貨建

図表6 世界のベンチャー投資額 (2015年)



(資料) EY [2016] のデータを基に日本総合研究所作成

図表7 中国でのベンチャーキャピタル投資の推移（通貨別）



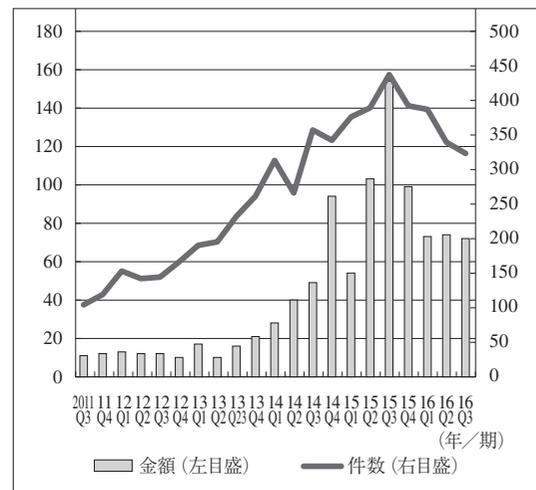
（資料）清科中心「China VC/PE Market Review H1 2016」のデータを基に日本総合研究所作成

（米ドル）のもの、邦貨建（人民元）の二種類が存在しているが、近年は人民元建ての投資が急増していることが特徴である。世界的なランキングでは2013年から世界第2位となっている。

2014年以降の中国のベンチャーキャピタル投資の急増を映じて、アジアのベンチャーキャピタル投資は最近急増している（図表8）。日本と中国の2015年の実績を比較すると、投資金額は中国が61倍、案件数が4.5倍と大きな差がある。日本のベンチャー投資がアメリカに比べて非常に少ないことはつとに指摘されていたが、すでに中国に対しても極めて小規模なものにとどまっている。

中国のベンチャーキャピタルの管理資本総

図表8 アジアのベンチャーキャピタル投資（億ドル）



（資料）KPMG [2016] のデータを基に日本総合研究所作成

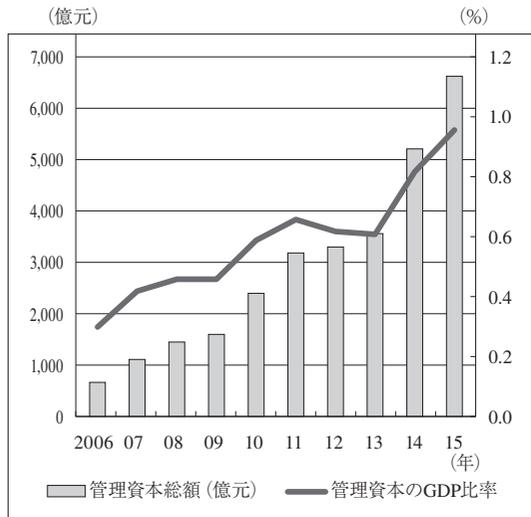
額の名目GDP比率を見ても、2013年より急速に上昇していることが確認出来る（図表9）。

最近の中国のベンチャーキャピタル投資の急増には、政策的な後押しもあった。2015年1月に中国国務院は400億元規模の国家新興産業創業投資誘導基金を設立することを決定した。その狙いは起業やイノベーションに支援を提供し、産業のバージョンアップを促進することである。新基金では、シードもしくはアーリーステージ段階のイノベーション型企業への支援に重点が置かれている。

(2) 中国のベンチャーキャピタルの歩み

ここで、中国におけるベンチャーキャピタルの歩みを簡単に振り返っておこう。もとも

図表9 中国のベンチャーキャピタル
管理資本総額



(資料) 科技投資研究所 [2016] のデータを基に日本総合研究所作成

と、中国は社会主義経済であったこともあり、ベンチャーキャピタル投資という概念は存在しなかった。資本に敵対的で、中央計画経済であったからである。改革開放路線への転換で資本に親和的になり、市場経済が活用され、ベンチャーキャピタルの存在が可能となった。しかし、改革開放路線をスタートしてしばらくした1995年時点においても、中国で活動するベンチャーキャピタル会社は10社程度であったという。それは、ベンチャーキャピタルは出口がなければ投資もないからである。すなわち、当時の中国では、非公開企業が株式市場で上場を果たし、それによって投資を回収するという道がほとんど閉ざされていたため、ベンチャーキャピタルは投資出来

なかつたのである。中国の株式市場は国有企業を上場して一部の株式を売買することで銘柄数を増加させていたため、形式的には株式市場が存在していたが、実態は資本主義国の株式市場とは大きく異なるものであった。このため、ベンチャーキャピタル投資もなかなか発達しなかった。ところが、近年ではベンチャー企業の上場のための市場（創業板）が設けられたこともあり、IPOはベンチャーキャピタルの主要な出口戦略の一つとして考えられるようになってきている。

1980年代後半に中国政府はベンチャーキャピタルを合法化した。科学技術開発を増進させるのに適切な仕組みだと考えられたからである。1985年に党中央委員会は「科学技術システム改革に関する決定」を發布し、ハイテクの発展を支援するためにベンチャーキャピタルを発達させるようにした。中国ではベンチャーキャピタルが科学技術政策のなかで解禁されたことは大変興味深い。実際、中国で最初に創設されたベンチャーキャピタルは、科学技術部と財務部の共管であったという。中央政府の活動のほか、地方政府財務部や科学技術事務所、国家資産管理委員会、ハイテクに関連する行政庁はみな、ベンチャーキャピタルファンドの創設に熱心であった。そして、当初の国内ベンチャーキャピタルの運営は地方政府、国営大企業、国立大学によって行われた。

一方、外国のベンチャーキャピタルは、

1980年代に商業会社として活動を認められた。もっとも、適切な案件が存在しなかったこともあり、1990年代まで実際の投資は行われなかった。これらの外国ベンチャーキャピタルは、リスクをヘッジするために、政府企業体との合弁のベンチャーファンドを組成した。案件が出てきたのは、世界的なインターネットブームが中国にも押し寄せた2000年頃だといわれる。

1998年当時に活動していたベンチャーキャピタルは38社に過ぎなかったが、2008年には334社が468の事業所を展開していた。海外ベンチャーキャピタルの中国への投資についてみると、2008年までに22の国・地域から311社の外国ベンチャーキャピタルが既に投資していた。154社は中国に事業所を構えていたという。2002年から2012年までに、中国もしくは外国のベンチャーキャピタルが中国本土に投資する資本は年々増加し、年平均の増加率は17%であった。過去20年間に累計530億ドル、7,900件以上の案件に投資され、1,000社以上が上場を果たした。

一方、中国地場のベンチャーキャピタルは最近まで外国勢よりも劣勢だった。資金力に乏しく経験も競争力もなかった。2004年時点でも活動している中国地場ベンチャーキャピタルは10社を超えなかった。2008年までのベンチャーキャピタルによる累積投資額は143億ドルであるが、その21.3%の30億ドルが国内ベンチャーキャピタルによるものだった

(15.3%が国有、6%が民間)。外国ベンチャーキャピタルのリーダーはアメリカであった。2008年までの投資の40%をアメリカのベンチャーキャピタルが占めていた。このほか、台湾、日本、シンガポール、韓国などのベンチャーキャピタルも中国で活動していた。

2008年時点でベンチャーキャピタルの数の上では中国勢が外国勢を上回るようになる。334社のうち、157社が外国、123社が中国国有、54社が中国民間であった。そして、2009年には、創業板市場がオープンしたこともあり、新規投資において初めて中国地場ベンチャーキャピタルの投資額が外国ベンチャーキャピタルを上回った。2009年のIPOは中国が世界一になった。さらに、2011年には、投資残高においても中国ベンチャーキャピタルが外国ベンチャーキャピタルを上回った。

2011年からベンチャーキャピタル投資は伸び悩んだ。2012年には、初めて投資可能な資金が前年を下回った。しかし、中国地場のベンチャーキャピタルは外国ベンチャーキャピタルより概して業績は良かった。中国のベンチャーキャピタルの投資額ランキングにおいて、かつては外国ベンチャーキャピタルが上位の多くを占めていたが、2006年から減少をはじめ、2012年に初めて国内ベンチャーキャピタル（14社）が外国ベンチャーキャピタル（6社）を数で上回った。

(3) 投資の動向

① 投資分野

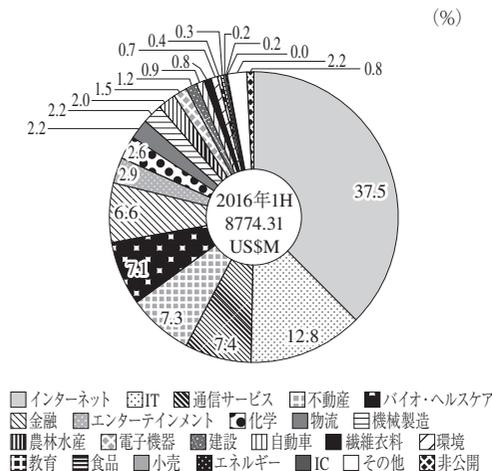
では、中国のベンチャーキャピタルはどのような投資を行っているのだろうか。まず、最新の2016年上半期の投資を分野別に金額で見たのが図表10である。最も大きな割合を占めるのはインターネット関連（37.5%）である。次いでIT（12.8%）、通信サービス（7.4%）と続き、この3分野だけで全体の6割近くを占めている。4位以下で比率が高いのは、不動産（7.3%）、バイオ・ヘルスケア（7.1%）、金融（6.6%）である。

インターネット分野の37.5%という割合は突出しており、インターネット分野に限れば、

中国のベンチャーキャピタル投資はアメリカを上回っている。O2Oサービスの発展スピードが速く世界の投資家に注目されていること、インターネットプラス政策というインターネットをあらゆる産業に応用する政策の後押しもあり、今後もインターネット関連分野が有望とみられていることが背景にあると考えられる。これは、2015年の実績と比較すると明瞭になる。2015年にはインターネット分野は5.1%に過ぎず、通信・設備分野が最大の投資セクターであった（図表11）。

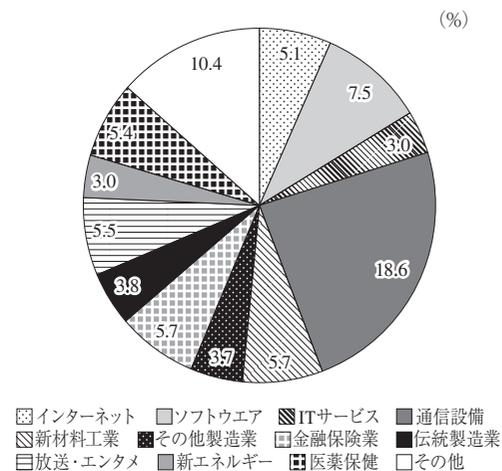
2015年の投資分野を中国とアメリカで比較してみるとどうか。セクターの分類が必ずしも一致していないのでそのままでは比較しにくい部分もあるが、ソフトウェア、メディア・

図表10 中国でのベンチャーキャピタル投資の投資分野（2016年1H）



（資料）清科中心「China VC/PE Market Review H1 2016」のデータを基に日本総合研究所作成

図表11 中国のベンチャーキャピタル投資の分野別割合（2015年）



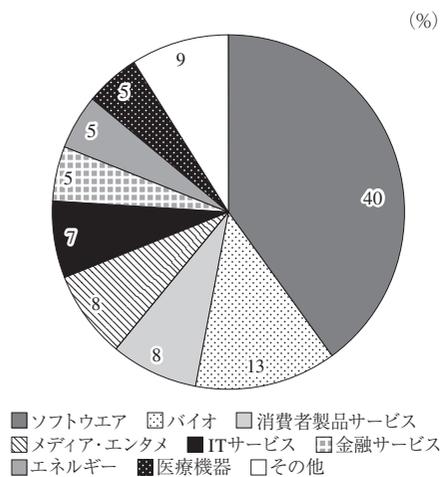
（資料）科技投資研究所 [2016] のデータを基に日本総合研究所作成

エンターテインメント、ITサービスなど、アメリカにおいてもインターネットに関連する分野への投資が大きな割合を占めている(図表12)。アメリカにはあるが中国にはない分野は金融サービスであり、フィンテックと呼ばれるITベンチャー企業による金融サービス提供企業への投資が行われている。中国のフィンテックはIT大手企業が独自のプラットフォームで主導するかたちで発達しており、その違いを反映してか中国ではベンチャーキャピタルの主要投資対象とはなっていないものと考えられる。

②投資ステージ

ステージ別の投資金額の割合はどうか。

図表12 アメリカのベンチャーキャピタル投資の分野別割合(2015年)

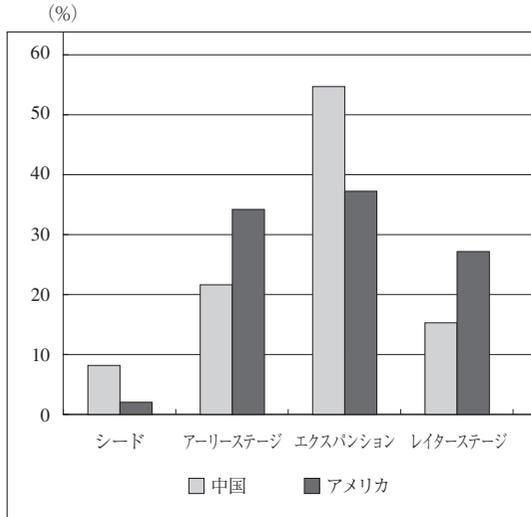


(資料)「Natal Venture Capital Association」[2016]のデータを基に日本総合研究所作成

中国のベンチャーキャピタルは、シード期の企業に対しても8%投資しているのに対し、アメリカでは同時期は2%と低い。このように、ベンチャーキャピタルからシード段階のベンチャー企業に多くの資金が提供されていることは、中国の起業ブームの資金的な下支えになっている可能性がある。一方、事業のかたちがみえてくる段階のアーリーステージでは、アメリカが中国を上回る。ところが、エクспанションの段階では中国がアメリカを上回り、中国のベンチャーキャピタル投資の半分以上がエクспанションに集中している。レイターステージになると中国のベンチャーキャピタル投資の割合は小さくなり、再びアメリカの同比率を下回る(図表13)。

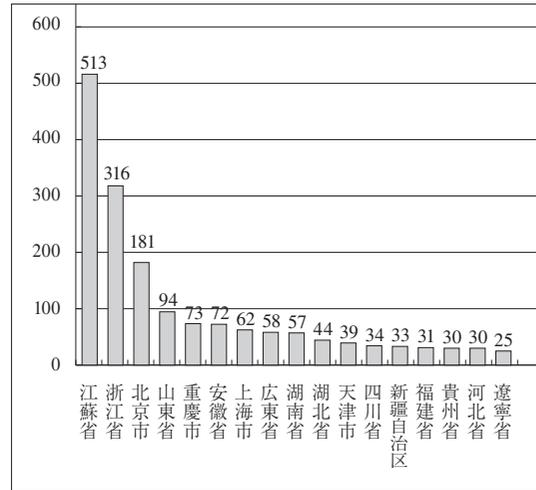
このように、アメリカと中国でベンチャー企業の発展段階別投資の割合が大きく異なるのは、①最近の起業ブームでシード期の起業家が急増し、資金需要が拡大している可能性があること、②ベンチャー企業のステージ別にみると資金需要が強まるエクспанション期に中国のベンチャーキャピタル投資の比率が大きいのは、他の資金調達手段がアメリカよりも利用しにくい可能性があること、③レイターステージでアメリカの方が中国よりも比率が高いのは、アメリカの方がIPOやM&Aによる出口戦略を描きやすく、レイターステージのベンチャー企業に対する投資機会を見出しやすい可能性があること、などが考えられる。

図表13 ベンチャーキャピタルのステージ別投資金額の割合（2015年）



(資料) 科技投資研究所[2016]、「NVCA Yearbook 2016」のデータを基に日本総合研究所作成

図表14 中国のベンチャーキャピタルの地域別分布（機関数）



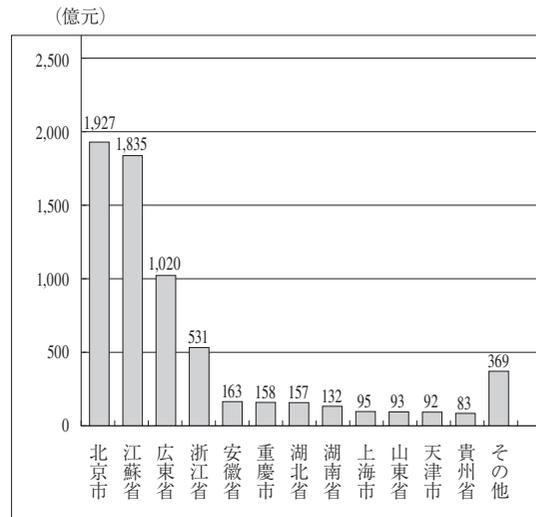
(資料) 科技投資研究所 [2016] のデータを基に日本総合研究所作成

③地理的分布

中国のベンチャーキャピタルは、2015年時点で1,775社存在しているが、その地理的な分布は偏在している。まず、機関数で見ると江蘇省、浙江省が多く、上海市を含めた3地域に中国全体の半数以上が集中している。北京市には単独で全体の1割以上が存在している。広東省は上海市よりも少ない（図表14）。

ベンチャーキャピタルの地理的分布を管理資本額で見ると、北京市がトップになる（図表15）。中国のベンチャーキャピタルは政府や国有企業が出資するものが3分の1程度あることや、当初は科学技術振興の手段として利用され始めたことを考慮すれば、首都北

図表15 中国のベンチャーキャピタルの地域別分布（管理資本額）



(資料) 科技投資研究所 [2016] のデータを基に日本総合研究所作成

京の投資案件の累積が多く、それを反映して管理資本額も大きいことが考えられる。広東省は機関数では8位であったが、金額で見ると3位となり、大型投資案件の比率が高いことがうかがわれる。

2015年単年の投資について、地域別にみると、北京を中心とする華北地域が件数および1件当たりの投資額でも最大である(図表16)。上海を中心とする長江デルタ地域では、ベンチャーキャピタル機関やこれまでの管理資本額は多いのに比べて、少ないことがわかる。広東省は平均投資額がそれほど大きくないものの、投資案件数が上海地域を上回っており、中国のなかでも北京に次いで活

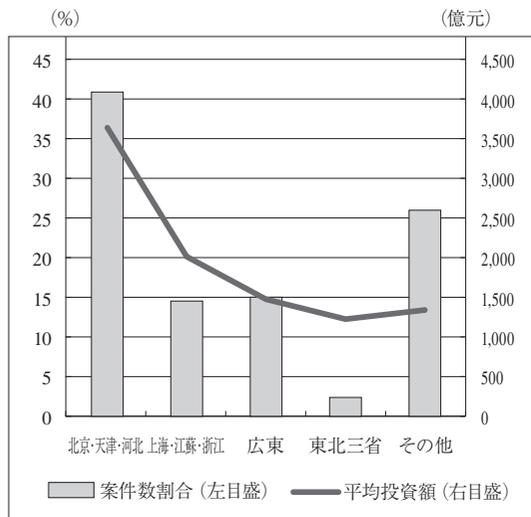
発な投資が行われていることを示している。

④資金調達源

ベンチャーキャピタルの資金調達源についてみると、先述したように、中国のベンチャーキャピタルが科学技術振興の仕組みとして利用されたことが始まりであることを反映して、政府・国有企業が最大の出資者(35.3%)である。次いで民間の機関投資家(14.4%)、個人(12.0%)、混合所有制企業(5.2%)の順になっている。個人からの出資比率が12%と高いことが注目される(図表17)。

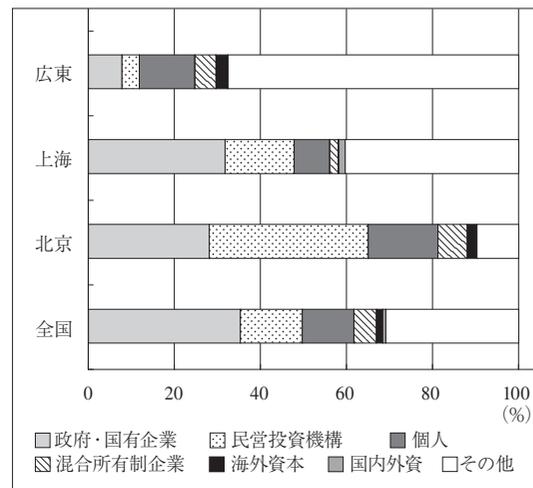
もっとも、地域別の特徴がある。北京では民営のベンチャーキャピタルの割合が高く、

図表16 中国の地域別ベンチャーキャピタル投資(2015年投資分)



(資料) 科技投資研究所 [2016] のデータを基に日本総合研究所作成

図表17 中国のベンチャーキャピタルの資金調達源



(資料) 科技投資研究所 [2016] のデータを基に日本総合研究所作成

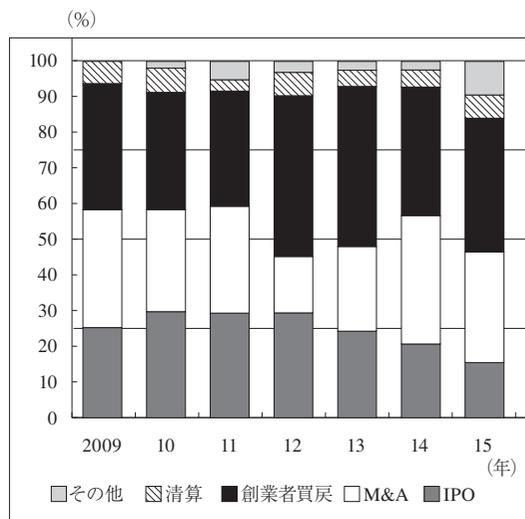
民間の投資活動が活発に行われていることを裏付けている。広東省では政府・国有企業の比率が最も低く、政府主導のベンチャー投資案件が少ない。政府・国有企業の割合が最も高いのは甘肅省、貴州省であり、それぞれ9割前後が政府系資金である。これは、民間ベースではなかなか投資活動が進まない地域で、政策的な意図によって投資が行われているものと考えられる。

⑤出口戦略

中国のベンチャーキャピタルの出口戦略は年によって変動はあるが、約半数が株式上場(IPO)もしくはM&Aによって行われている(図表18)。一般的にこの2つの退出方式がベンチャーキャピタルの投資として成功した事例と考えて良いであろう。株式上場の占める割合は2012年に30%近くまで高まったが、2015年には15.5%まで低下している。2015年にその割合が大きく低下したのは、株式市場の急落を受けて、証券取引管理監督委員会(CSRC)が7月から11月にかけてIPO審査を停止したことが影響しているとみられる。一方で、M&Aによる退出の割合は2012年の15.8%から増加し続けており、2015年には31%にまで高まった。

中国のベンチャー企業が株式上場する場合、①国内主要市場、②国内中小板市場、③国内創業版市場、④海外市場、と複数の選択肢が考えられる。

図表18 中国ベンチャーキャピタルの出口戦略(実績)



(資料) 科技投資研究所 [2016] のデータを基に日本総合研究所作成

国内主要市場としては上海と深圳の2つの取引所がある。どちらも1990年に設立されている。世界主要市場の時価総額ランキングでは、上海取引所が4位、深圳取引所が5位を占めている(図表19)。深圳取引所はメイン市場のほかに、2004年に主に中小企業を対象とした中小板市場が開設されたほか、2009年には新興企業向けに創業板市場が開設され、多層化された市場構造になっている。これを反映して、深圳取引所の上場企業数は上海取引所よりも多い。

ベンチャーキャピタル投資における株式上場において、選択された市場別の割合をみると、直近ではメイン市場が48.48%と半分近

図表19 世界の主要証券取引所

順位	取引所名	時価総額 (百万ドル)	上場 企業数
1	ニューヨーク証券取引所	18,992,350	2,325
2	ナスダック	7,686,225	2,875
3	日本証券取引所(東京・大阪)	4,987,478	3,533
4	上海証券取引所	4,281,986	1,161
5	深圳証券取引所	3,412,904	1,847
6	ユーロネクスト	3,311,994	1,051
7	ロンドン証券取引所	3,294,827	2,604
8	香港証券取引所	3,291,145	1,957
9	トロント証券取引所	1,961,398	3,428
10	ドイツ証券取引所	1,616,278	597

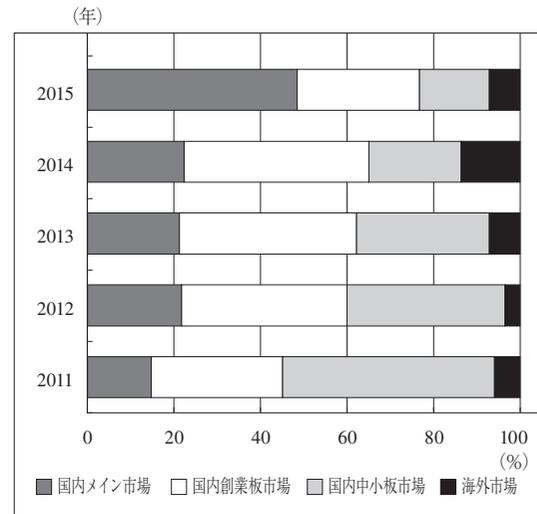
(注) データは2016年11月時点。

(資料) World Federation of Exchangesのデータを基に日本総合研究所作成

くを占め最も多く、創業板市場(28.28%)、中小板市場(16.16%)、海外市場(7.07%)の順となっている(図表20)。

ところで、株式上場のほかに、市場を利用した退出方法として店頭登録市場を活用することが考えられる。中国の店頭登録市場は新三板市場と呼ばれ、全国的な取引システムとして2006年に稼働し始め、2013年から本格的に整備された。中国証券監督管理委員会の監督下に置かれた全国中小企業株式譲渡システム有限会社が運営している。中国では市場の多層化を進めてきたが、メイン市場と中小板(中小企業市場)が第一階層の市場の一板、創業板が第二階層の二板を構成し、店頭市場が三板を構成している。

図表20 中国ベンチャー投資の株式上場の市場別割合



(資料) 科技投資研究所 [2016] のデータより日本総合研究所作成

新三板市場は、上場ではなく登録であるため、創業板のように直近2年間利益を計上しているなどの利益要件を満たす必要がなく、さらに証券取引管理監督委員会の審査も不要である。また、当初はハイテク銘柄に限定されていたが、現在ではそのような業種の制限は撤廃されている。新三板市場では、株式の売買のほか、取引企業は第三者割当による増資が可能である。

注目されるのは、最近の起業ブームを受けて、新三板市場が急速に拡大していることである。2015年1月時点で登録企業数は1,864社、時価総額は5,591億元であったが、直近の2016年11月時点では登録企業数は9,764社、時価総額は3兆7,451億元とそれぞれ5.2倍、

6.7倍に増加した（図表21）。先にも述べたように、新三板市場は創業板市場に比べて登録要件が極めて緩やかであるので、ベンチャー企業の利用が増加しているものと考えられる。

5. エンジェルファイナンス

(1) 定義

ベンチャー企業の外部資金調達のもう一つの柱はエンジェルファイナンスである。アメリカの定義に従えば、エンジェルとは、創業間もない企業に投資する個人投資家である。自分の資金を投資する点でベンチャーキャピ

タルとは区別される。自己資金、家族、友人から集めた内部資金（スイートマネー）は通常10万ドルを超えるような場合は少ない。また、ベンチャーキャピタルは、100万ドル未満の投資案件を検討することが少ない。この隙間を埋めるのがエンジェルである。

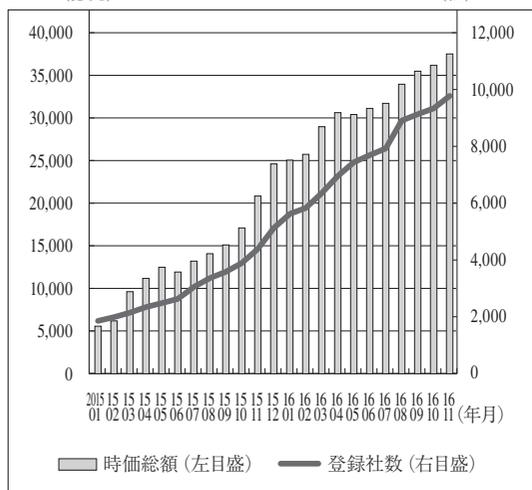
エンジェルは自らの資金を拠出することから富裕層であることは間違いないが、多くは成功した起業経験者である。純粋な経済的利益の追求というよりは、自らの経験や人脈を活かしてメンターとして活躍したいという理由も大きいといわれる。実際、エンジェル投資家が資金を提供するのは、起業して事業が軌道に乗るまでのスタートアップの時期である。

中国ではこのようなエンジェルは近年まで大きな存在とはならなかった。起業家が成功して、投資家側に回るまでにはまだ十分な時間が経過していなかったこと、人的なコネクションによる投資であるため、公開情報が限定されており、投資家のネットワークが広がりにくかったことなどが背景にある。

(2) 発展状況

エンジェル投資については、全数を網羅した統計が存在しないため、その全容を把握することは極めて困難であるが、中国のエンジェル投資は北京が最も盛んである。2014年のアンケート調査によれば、エンジェル投資家の投資地域の57%が北京であり、深圳、上

図表21 新三板市場の登録企業数と時価総額
(億元) (社)



(資料) National Equities Exchange and Quotations のデータを基に日本総合研究所作成

海はそれぞれ13%であった。また、シード期のベンチャー企業への投資が4分の3以上を占めていた。

北京でエンジェル投資が最も多く行われているのは、中関村に創業大街というベンチャー企業の街が整備され、起業の環境がいち早く整えられていることが大きな要因と考えられる。そこでは、起業家が集いアイデアの交換やメンターとの打ち合わせが可能なガレージカフェや、スタートアップ企業が低コストでオフィススペースをレンタル出来るインキュベーション施設などが立ち並んでいる。中国のインキュベーション施設は、単に場所の提供のみならず、自らエンジェル投資家として出資を行うことも多い。

エンジェル投資家は本来、単独での投資が基本的なかたちであったが、近年ではエンジェル投資家が集まってファンドを組成し、分散投資する例も増えている。2015年の国内のそのようなエンジェル投資家ファンドは124にもなり、募集金額の総額は203.57億元に達したという（注5）。これは、2014年の募集金額の2倍以上になる。

2015年のファンドによる投資の実績としては、2,075件の案件に対して101.88億元が投資されている。これもそれぞれ前年の1.7倍、2.1倍であり、2015年はエンジェル投資が急速に拡大した。

(3) 投資家ネットワークの形成

中国でエンジェル投資が盛り上がっているのは、起業ブームによって投資対象が増加していることに加えて、バイドゥ、アリババ、テンセント（BAT）などのベンチャー出身企業の成功が認識されたことも要因として考えられる。とりわけ、アリババはニューヨーク証券取引所に上場することで史上最大の資金調達を果たした。このニュースはエンジェル投資への興味を大きく駆り立てたことであろう。

また、インターネットでのサービスが発達した中国においては、このようなエンジェル投資に関するプラットフォームが形成されており、エンジェル投資がクローズドな人的ネットワークに限定されていたのが、一定範囲のオープンな環境へと開かれつつある。

たとえば、その代表的なサイトである「創業易（www.chinae.net）」では、多くのエンジェル投資家の情報を閲覧することが出来る。ここでは、エンジェル投資家の経歴、投資のスタイルや金額、経営支援・技術支援出来る項目などが記載され、ベンチャー企業側から最もふさわしいと思われるエンジェル投資家を選んでアクセスすることが可能である。

エンジェル投資家が提示している金額のなかには1件当たり最大5,000万元（約8億円）という巨額のものもあり、部分的にベンチャーキャピタルとの競合も生じていると考

えられる。

(注5) http://wenku.baidu.com/link?url=ctjErKDg3EbQ9bXntNae7aoyVNvKMdh-_Yd7kezFoJbAO23u34XTsL_gHLLJf_jlq_ijwrUox6F9xLBV72_cmxFBDWALb_-EzBltTFo_63

6. クラウドファンディング

クラウドファンディングとは、不特定多数の人が通常インターネット経由で他の人々や組織に財源の提供や協力などを行うことを指す、群衆(crowd)と資金調達(funding)を組み合わせた造語である。クラウドファンディングは、金銭的なリターンのない寄付型、金銭リターンが伴う投資型、何らかの権利や物品購入を伴う購入型に類型化される。資金調達に有用なのは投資型もしくは購入型である。

中国では2011年に「デモアワー」というプラットフォームによってクラウドファンディングが初めて登場した。2015年7月に国務院から発表された「インターネット金融の健康的発展の促進に関する指導意見」がエクイティ型クラウドファンディングをインターネット金融の一つの分野として取り上げたことによって、注目を集めるようになった。中国におけるインターネット金融は独自の発展を遂げているが、クラウドファンディングは最近、個人の間にも高いリターンを期待出来る資産運用方法として利用されている。

クラウドファンディングでは、インター

ネット上のプラットフォームの上で、まず資金需要者(ベンチャー企業もしくは起業家、メーカー)がプロジェクトを公開する。投資家は数多くのプロジェクトのなかから、投資対象プロジェクトを選択し投資を行う。通常は一定期間のうちに目標額が示され、集まった投資額の合計が目標額に未達の場合は資金調達失敗として、資金は投資家に返還される。目標額に達した場合には資金調達成功となり、投資家から集められた資金から、プラットフォームの手数料を差し引いた金額が資金需要者に引き渡される。

クラウドファンディングは、直接消費者向けの製品を開発・製造する場合に利用しやすい。試作品をプラットフォームで公開することで、それを購入したい人からの注文を受けて一定数に達してから量産にとりかかることが可能になるからである。これによって、趣味でモノを製造するメーカー段階でも、起業につながるファイナンスの道が開かれた。

クラウドファンディングのプラットフォームはアメリカでは2013年末に344カ所存在していたが、2016年4月末時点で中国には332カ所存在する(注6)。世界銀行の予測によれば、2025年までに中国のクラウドファンディングの規模は500億ドル、全世界の52%に達するとみられている。2015年の調達額は114億元で、2014年の4倍に増加した。2015年末時点のプラットフォーム数は283カ所で、2015年の仲介プロジェクト数は49,242件と

なった。うち、69%が購入型、15%が寄付型、15%がエクイティ型であった。

中国におけるクラウドファンディングに関しては現在、当局が規制強化に向けて動き出している。これまでほぼ規制がなかったエクイティ投資型のクラウドファンディングにも一定の規制が導入されると考えられる。しかし、それでもなお、起業ブームを支えるファイナンスの一つの手法としての役割が小さくなることはないと思われる。エンジェル投資と異なり、クラウドファンディングの資金の出し手はまさに、文字通り群衆であり、一般の個人投資家である。個人の資金の一部がこのようなかたちで、リスクマネーとしてイノベーションに挑む起業家たちに供給されていることは、個人金融資産が一定のリスクを負担することにつながり、金融システムの構造からすれば好ましい面があると評価出来るのではないだろうか。

(注6) <http://www.china-briefing.com/news/2016/10/13/crowdfunding-in-china.html>

7. おわりに

中国の起業ブームは、イノベーション駆動経済への移行を目論む政府の政策の影響が大きいであろう。これまでの世界各国の歴史を見ても、ベンチャーブームが盛り上がったあとには、失敗する企業が続出するというのが通例である。したがって、中国でもまた同様

に、多くの企業が失敗することになるだろう。しかし、そうした負の側面を踏まえても、多くの起業家たちの経験は、今後の中国の発展を一步前進させるものになるのではないか。

ベンチャー企業のファイナンスも、起業ブームによって大きく変化していることが確認された。中国ではインターネットプラスという政策も同時に進行しており、インターネットを利用したベンチャー企業へのファイナンス方法の発展事例としても注目される。とりわけ、エンジェルファイナンスがプラットフォームによって多くの人に利用可能になっていることは特筆に値する。ベンチャー企業の発展にとってファイナンス手段が多層化・多段階化することは好ましく、わが国でも参考になる部分があると考えられる。

参考文献

1. 神宮健 「中国の店頭株式市場（三板市場）の現状と課題」、野村財団『季刊資本市場研究2009 Summer』 pp.19-29
(英語)
2. EY, "Back to reality-EY global venture capital trends 2015", 2016
3. Larson, Christina, 'China's Latest Growth Market: Venture Capital', MIT Technological Review November 23, 2015
4. National Venture Capital Association 'Yearbook 2016', March 2016
5. Ren, Jonathan Quah Jie, 'A History of innovation in China: Four ages of Chinese Entrepreneurs', December 2016
6. Yip, Gerorge S and Mckern, Bruce, "China's Next Strategic Advantage: From Imitation to Innovation", The MIT Press, April 2016
7. Zhang, Jun, 'Venture Capital in China', chapter 3 in Yu Zhou, William Lazonick, and Yifei Sun (eds.) "China as An Innovation Nation", Oxford University Press, 2016
8. Zhou, Yu and Lazonick, William and Sun, Yifei, "China As an Innovation Nation", Oxford University Press, April 2016
(中国語)
9. 腾讯科技「2016上半年中国创投报告：哪家基金最能花？哪些领域最热门？」<http://36kr.com/p/5054950.html>
10. 科技投资研究所『中国创业风险投资发展报告2016』经济管理出版社 2016年10月