



研究レポート

No.315 April 2008

中国企業の海外投資戦略と政府系ファンド

上席主任研究員 金 堅敏

富士通総研(FRI) 経済研究所

中国企業の海外投資戦略と政府系ファンド

上席主任研究員 金堅敏

jjm@jp.fujitsu.com

【要旨】

中国企業による対外買収戦略が注目されている。1.5 兆米ドルを越えた外貨準備の一部運用を背負った政府ファンド、中国投資有限公司(CIC)によるサブプライム危機で苦しむ米国投資銀行の一つであるモルガン・スタンレーへの 50 億ドルの出資は、チャイナマネーの世界進出を象徴する出来事であった。2002 年の共産党大会で提起された「走出去」(国際化)戦略を背景に中国企業による対外投資額(金融を除く)は、2002 年の 50 億ドルから 2007 年の 200 億ドルにまで拡大した。これまでの好況な株式市場や高収益などで豊富なキャッシュフローを手に入れた中国企業は、積極的な対外買収戦略を展開し始めた。

本研究は、世界の SWF(Sovereign Wealth Funds)における中国政府系ファンドの位置づけや中国政府系ファンドに対する懸念事項を整理した上で、中国投資有限公司(CIC)設立背景、運用方針、運用実態を分析し、CIC を含む中国の政府系投資機関の海外投資実態及び CIC と他の国有投資機関との相関関係、国有投資機関と産業政策とのリンケージを解明した。結論としては、1)CIC のポートフォリオ投資に対する懸念は杞憂であること、2)他方、CIC は国の産業政策に基づく他の国有投資機関をサポートしていること、3)CIC の外交・政治目的に沿った運用は確認できなかったことが挙げられる。政策のインプリケーションとしては、1)全国社会保障基金を参考に CIC 自身のガバナンス体制確立や透明性向上、2)海外からの懸念を解消する究極的な方法は多すぎる「国有投資機関」の漸進的解消にあり、3)WTO における「国有貿易会社」のルールを参考に、「国有投資機関」のルール作りが求められる。

キーワード: SWF CIC 「走出去」 産業政策 国有投資機関

目 次

	ページ
1. 問題意識-----	1
2. 中国政府系ファンドへの懸念-----	2
2.1 世界の SWF における中国政府系ファンドの位置づけ-----	2
2.2 中国政府系ファンドに対する懸念事項-----	3
3. 中国投資有限公司(CIC)の正体-----	6
3.1 中国投資有限公司の設立-----	6
3.2 アナウンスされる CIC の運用方針-----	7
3.3 CIC の運用実態-----	9
4. 中国の国有投資主体と政府の産業政策-----	9
4.1 CIC だけではない政府系投資機関-----	9
4.2 CIC と他の国有投資機関との相関関係-----	15
4.3 国有投資機関と産業政策とのリンケージ-----	17
5. 結論・政策のインプリケーション-----	19
5.1 結論-----	19
5.2 政策のインプリケーション-----	19
参考文献 -----	22

中国企業の海外投資戦略と政府系ファンド

1 問題意識

日本では、空港管理会社の外資規制について賛否両論が展開されている。特に活発になった政府系ファンド(Sovereign Wealth Funds :SWF)の投資活動がその議論に火を注いだ。日本では特に中国の政府系ファンドの動静が大いに注目を集めた。サブプライム危機で苦しむ米国投資銀行、モルガン・スタンレーへの50億ドルの出資は、政府ファンドの世界進出を象徴する出来事であった。中国は、増大化する外貨準備の「超過部分」の運用機関：中国投資公司(CIC)を設立した。その目的は、外貨準備資産の投資先や運用機関の集中リスクや為替リスクをヘッジするためであると言われている。

しかし、100%政府出資の背景、政府高官による役員構成、投資政策やポートフォリオの非透明性などで海外からは「政府の戦略」に沿って行動するのではと大いに懸念されている。米国議会を含め、投資先の政治家や政府関係者からは政府系ファンドへの規制を強化すべきであるという声が多く聞かれる。欧州連合(EU)の欧州委員会は2月27日に、透明性の確保、経営方針などの説明責任の強化、相互性の保証などを求める「行動規範」を加盟各国に提案して、巨額資金を動かす政府系ファンドの活動のルールづくりをめざしている。また、2月7日に米議会は中国の政府系ファンドの、主に米安全保障へのインパクトに関する公聴会を開いたなど賛否両論が渦巻いている一方、米財務省は3月20日に、シンガポール、アブダビ両政府と政府系ファンドの投資を巡る、政府系ファンド・投資国側と投資受入側の双方が守るべき相互協定を結んだ。カナダ、オーストラリア、日本などにおいても政府系ファンド規制の議論が活発になってきている。各国の議論と平行して、OECDやIMFなどの国際機関も政府系ファンドの投資に関するガイドライン形成に関与を強めている。先進各国の懸念に対して、CICをはじめ政府系ファンド側は、政府系ファンドの歴史は50年以上立っており、政治目的での投資行動は見られず、ヘッジファンドなどの投機性を持たない長期安定投資を行っており、金融市場の安定に貢献していると反論している。確かに、政府系ファンドに対する懸念はあくまで懸念であって、過去の事例に裏付けされた結論ではない。これまでCICによる海外投資の実践も純ポートフォリオ投資であり、政治目的で活動しているという批判は投資先の先進国側からも出ていない。

しかし、中国の国有投資主体は、CICに限らず国有製造企業や国有金融機関など数多くある。2002年の共産党大会で提起された「走出去」(国際化)戦略を背景に、中国企業による対外投資額(金融を除く)は、2002年の50億ドルから2007年の200億ドルにまで拡大した。好況な株式市場や高収益などで豊富なキャッシュフローを手に入れた中国企業は、積極的な対外買収戦略を展開し始めた。これらの中国企業による海外投資・買収戦略は政治目的ではなく商業ベースに基づいて行われているのか、CICとこれらの国有投資機関との関係はどうなっているのか、政府系ファンドの規制論議において国有投資主体の資本性・質規制かそれとも投資行為規制か、などの検証が必要となる。

2 中国政府系ファンドへの懸念

そもそも中国政府系ファンドはなぜ目立つのか、具体的にどのような懸念を表明されているのかを検証する必要がある。

2.1 世界の SWF における中国政府系ファンドの位置づけ

図表 1 が示すように、世界でもっとも古い政府系ファンドであるクウェートの次世代準備ファンドは 55 年の歴史もあるのに対して、中国政府系投資ファンドである中国投資公司(CIC)は、設立したばかりである。また、現段階の運用資産は 2,000 億ドル(資本金)でアブダビ投資庁の 8,750 億ドルの 25%弱しかない。にもかかわらず、2008 年 2 月 7 日に米議会「米中経済安全審査委員会」(The U.S.-China Economic and Security Review Commission)は主に中国政府系ファンドを対象にした「ソブリンウェルスファンド投資の国家安全に与えるインパクトに関する公聴会」(Hearing on the Implications of Sovereign Wealth Fund Investments for National Security)を丸一日わたって開いた¹。

図表 1 世界主要 SWF 概要一覧

	ファンド	国・地域	資産(億ドル)	設立年
1	アブダビ投資庁	UAE	8,750	1976
2	政府年金ファンドーグローバル	ノルウェー	3,800	1996
3	政府投資公社(GIC)	シンガポール	3,330	1981
4	バリアス(Various)	サウジ	3,000	N.A.
5	次世代準備ファンド	クウェート	2,500	1953
6	中国投資公司(CIC)	中国	2,000	2007
7	テマセクホールディング	シンガポール	1,592	1974
8	オイル準備ファンド	リビア	500	2005
9	カタール投資庁	カタール	500	2005
10	Fund de Regulation des Recettes	アルジェリア	426	2000
11	アラスカ永久ファンド公社	米国	380	1976
12	ブルネー投資庁	ブルネー	300	1983
13	その他		1,714	
総額			28,763	
(出所)The Economist Jan 19,2008				

また、米国自身も連邦政府ではなくとも州政府である米国アラスカ州が「アラスカ永久

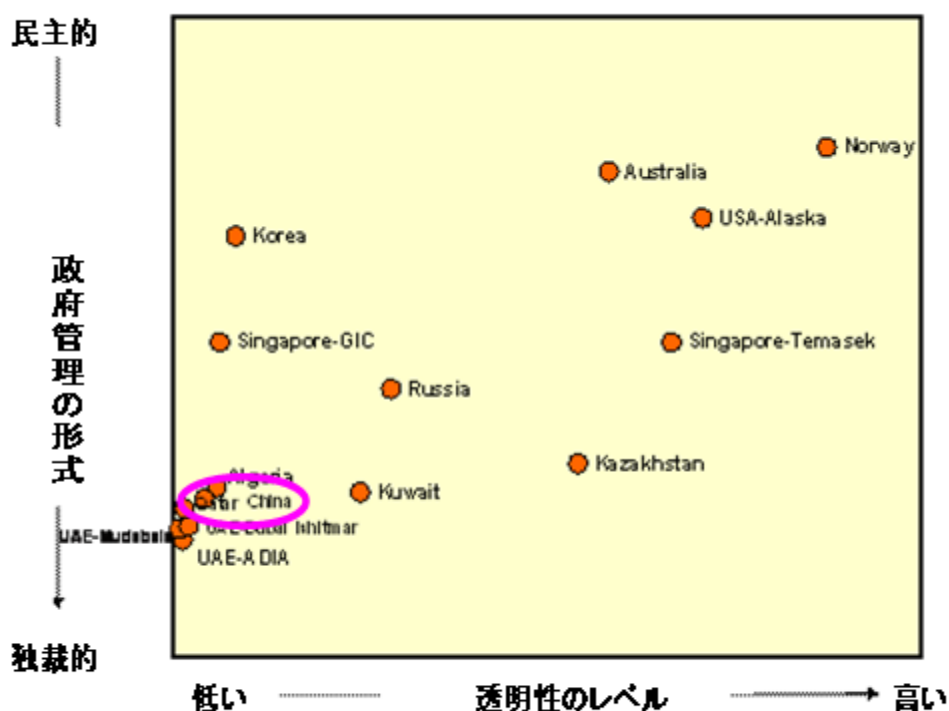
¹ http://www.uscc.gov/hearings/2008hearings/hr08_02_07.php

ファンド公社」を設立して内外投資を行っている。なぜ、米国は海外政府で設立するファンドには懸念を抱くかに首をかしげることもあろう。中国投資会社は、設立されてから間もなく、投資方針や投資行動が検証できないので懸念されていると理解することもできよう。特に、中国の共産党一党独裁体制と CIC の運営制度整備の遅れ・閉鎖的なイメージは、政府系ファンドへの懸念を増幅させているように見受けられる。

2.2 中国政府系ファンドに対する懸念事項

図表 2 は、前述の米議会公聴会で米対外関係評議会の Brad Setser フェローが使った資料である。中国の非民主的な政治体制と政府系ファンドの透明性に対する評価はいずれ低い状態にある。一投資機関と国の政治制度をリンクして議論することは冷戦時代のイデオロギー論争に落ちいてしまう恐れもあるが、透明性については政治体制と関係なく、市場の安定性や公正な取引環境の確保の意味で合理性があり、今後、CIC を含む政府系ファンドの努力が求められる方向にあろう。

図表2 SWF:政府と透明性の関係

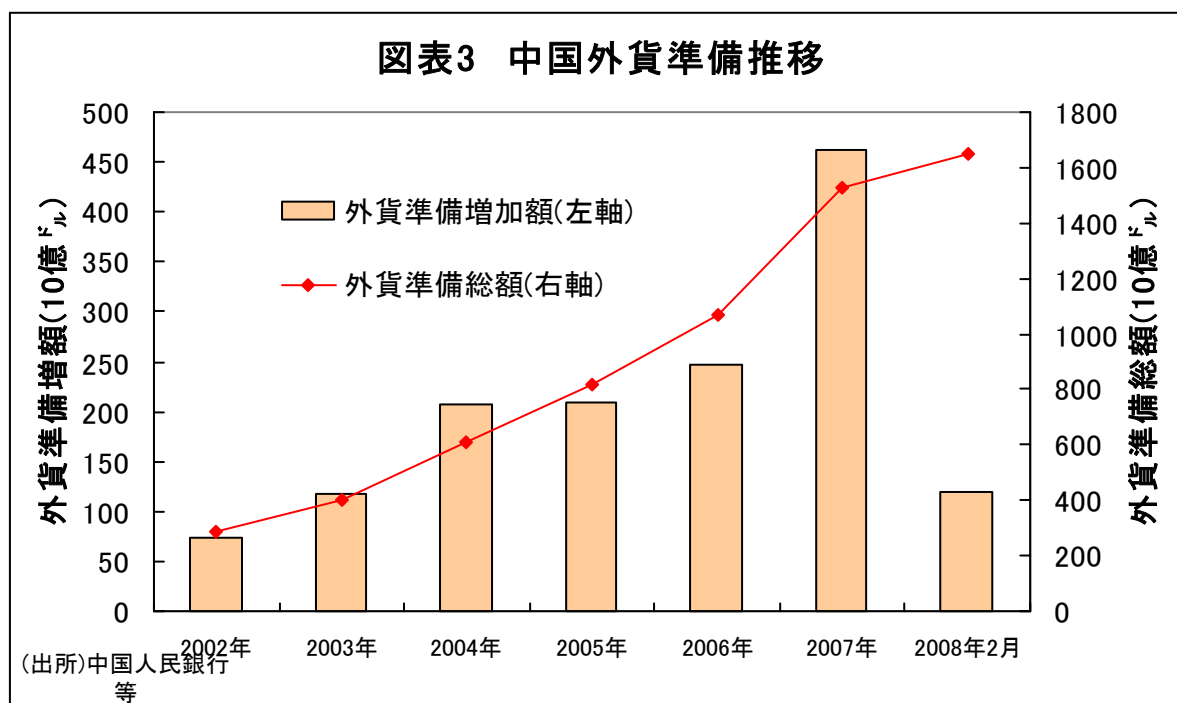


(出所) <http://www.uscc.gov>

(注) Brad Setser :Fellow of U.S. Council on Foreign Relationsによる評価

海外で中国の政府系ファンドに懸念を抱かせているのは、中国政府の運用可能な外貨資産が拡大し続け、膨大になっているためである。中国建設銀行郭樹清会長によると、中国

の政府や民間が持っている外貨資産は少なくとも 2 兆ドル前後に達したという²。確かに、図表 3 が示すように、外貨資産の大部分を占めている外貨準備は急増した。2007 年は 4,270 億ドルも純増し、2008 年 1 月は貿易黒字と直接投資額の合計 307 億ドルを大きく上回った 616 億ドル、2 月は 573 億ドルをそれぞれ増加させた³。1～2 月の外貨準備の増加ペース (595 億ドル/月) は、2007 年の 1 カ月の平均増加額である 385 億ドルを大幅に上回った。ホットマネーの中国への流入加速、ドル安でドルで評価した場合の外貨準備増など様々の理由はあるが、中国の投資機関による海外運用に向けられる外貨資産の急増に変わりはない。政府系ファンドの活動が活発な GCC 諸国 (サウジアラビア、クウェート、バーレーン、カタール、アラブ首長国連邦、オマーン)、ロシア、シンガポールなどより外貨資産が急増し続ける中国に世界の関心が集まることはできる。



それでは、投資先の先進国が具体的にどのような懸念を抱いているのかを纏める。その代表的なものは、前述した米国議会での公聴会で表明されている。纏めてみると、次のような国家安全保障分野での懸念と経済的な懸念とに分けられる。

1) 国家安全保障関連

国家安全保障の定義自体は曖昧であるが、政府系ファンドに対するもっとも大きい懸念は国家安全保障にマイナスなインパクトを与えると懸念されていることである。例えば、前日の米議会の公聴会で民主党選出議員 Marcy Kaptur は、政府系ファンドの対米投資は金

² http://finance.ce.cn/macro/gdxw/200803/23/t20080323_12887501.shtml

³ <http://jp.reuters.com/article/businessNews/idJPJAPAN-30944220080321>

融面での取引であると見られるが、政治的・戦略的な考えが含まれているので、米国経済を助けるどころか、米国の安全に不安さをもたらす可能性さえあると懸念し、多くの政府系ファンドは、透明性に欠けており、非民主的な政府によってコントロールされていると主張する⁴。また、米国ビジネス産業基金(U.S. Business and Industry Foundation)の研究員Alan Tonelsonは、もし中国政府が米国の大手金融機関、特に市場に大きな影響を与える機関(Market-makers)の大量な株式を所有してしまうと、台湾海峡に危機が生じた場合に米国政府は自由な政策を取れるかと懸念を提起している⁵。

さらに、民主党上院議員Evan Bayh(上院国際貿易および金融問題小委員会議長)は、外国政府がコントロールする政府系ファンドが米国の大型金融機関の株式を所有する場合、これらの金融機関が米企業に投資するとき、これらの米企業の行っているセンシティブな技術に触れることがあり、この過程でこれらのセンシティブ技術が移転される可能性がある⁶と懸念している⁶。外国政府と関係する投資が米国の国家安全保障にいかに関与するかの具体的な事例としてMagnaquench社(Evan Bayh上院議員の出身地であるイリノイ州のレア・アース電池の会社)はかつて米国の特殊電池(レーザーミサイルに不可欠)の8割を製造していたが、1995年に米国一社と中国の二つの国営企業に買収された。2003年には工場は閉鎖され、生産は中国に移動した。今この部品は全て中国からの輸入に頼っているという⁷。

2) 経済的な懸念

そもそも、中国投資公司CICはアンフェアな貿易慣行によって得られた外貨によって設立されたのであると主張する米民主党上院議員Sherrod Brownは、中国の獲得した膨大な貿易黒字が問題の根源にあると指摘する⁸。指摘されるアンフェアな貿易慣行は、中国政府に操作される為替相場、大規模な輸出補助金、深刻なIPR侵害、緩い労働・環境保護の基準などである。

また、米国政府関係者は、政府は民間投資家が利用できない情報をインテリジェンス機関によって収集することが出来ることや、国家保証によってSWFは民間投資家よりも有利な金利で資金調達が可能であると、アンフェアな競争条件の問題を指摘している⁹。さらに、国有投資ファンドの投資は民間セクターの効率性が損なわれると懸念する声も聞かれる¹⁰。

以上で政府系ファンド、とりわけ中国の政府系ファンドCICに対する懸念は様々な角度

⁴http://www.uscc.gov/hearings/2008hearings/written_testimonies/08_02_07_wrts/08_02_07_kaptur_statement.pdf

⁵http://www.uscc.gov/hearings/2008hearings/written_testimonies/08_02_07_wrts/08_02_07_tonelson_statement.pdf

⁶ [http://www.voanews.com/chinese/\(2008年2月8日\)](http://www.voanews.com/chinese/(2008年2月8日))

⁷ http://www.uscc.gov/hearings/2008hearings/transcripts/08_02_07_trans/08_02_07_trans.pdf P.6

⁸ http://www.uscc.gov/hearings/2008hearings/transcripts/08_02_07_trans/08_02_07_trans.pdf P.16

⁹ Robert M. Kimmitt, "Public Footprints in Private Markets, Sovereign Wealth Funds and the World Economy," Foreign Affairs, Jan/Feb 2008

¹⁰ "The invasion of the sovereign-wealth funds," The Economist, January 19th 2008.

[http://www.voanews.com/chinese/\(2008年2月8日\)](http://www.voanews.com/chinese/(2008年2月8日))

から提起されている。しかし、これらの懸念を詳細に検証していくと、政府系ファンドである、CIC に向けられるというよりは、中国政府に影響される企業全体の海外投資に懸念を寄せているよう思われる。後で検証するように、国有企業ではなく中国の純民間企業であっても米国企業への買収は懸念を引き起こしている。

また、指摘された問題は、既存の枠組み、例えば、米国ではエクソン・フロリオ条項 (Exon-Florio Provision) 及び 2007 年対米外国投資国家安全保障法 (FISIA)、その法律の実施機関とされる対米外国投資委員会 (the Committee on Foreign Investment in the United States, CFIUS) で対応している。また、貿易関連の 이슈であれば WTO の枠組みで対応されるべきであろう。

したがって、中国の政府系ファンドに対する先進国の懸念は、台頭する中国経済・チャイナ・マネーにいかに対応していくかの戸惑いに由来しているように思われる。そもそも、中国の国有投資機関自体に対する認識が不足していると考えられる。

3 中国投資公司 (CIC) の正体

3.1 中国投資有限公司 (The China Investment Corp. CIC) の設立

近年、拡大する貿易黒字や安定している高額な対内直接投資を背景に、中国の国際収支は急速に拡大してきている。他方、輸出競争力の維持やリスクマネジメント能力の弱い金融機関の保護を目的に、人民元の為替相場を安定化させるためや金融危機に備えるため、中央銀行は市場から大量の外貨を吸収している。その結果、中国の外貨準備は、2002 年末の 2,864 億ドルから 2007 年末の 15,283 億ドルまでに膨らんだ。通常、為替市場安定或いは対外支払準備に備えるために中国は、流動性の高い外貨準備 7,000 億ドルを必要としているが、2005 年半ばから中国の外貨準備は通常の額を超えて増え続けてきた。外貨準備の急増は、市場へのベースマネーの提供により過剰流動性の問題を引き起こしてしまったが、外貨準備の「超過」部分約 9,000 億ドルの運用も大きな課題となった。

これまで中国の外貨準備資産は、安全性や流動性を前提に国家外貨管理局がその運用責任を持ち、主に米国債・機関債・社債やドル・ユーロ預金等に投資してきている。しかし、膨大な外貨資産を一つの運用部門 (国家外貨管理局) や少数の運用先に集中しすぎるリスクや為替リスクなどが高まり、外貨準備の分散化や高収益の長期運用をするためのポートフォリオの再構築や運用先の多様化が必要となってきた。商業銀行による米ドルでの預金準備の積み立てや外貨資産運用会社 CIC の設立は、外貨準備分散化政策の代表的な政策となった。2006 年半ばごろから中国政府は、「超過」外貨資産の運用について研究調査を重ね、2007 年 9 月に登録資本 2,000 億ドルの 100% 国有の政府投資ファンド：中国投資有限公司 (CIC) を設立した。図表 4 が示すように、筆者の試算では、CIC の設立と商業銀行の外貨預金準備金を合わせると、外貨準備から分散された外貨資産は 3,000 億ドル弱になろう。

歴史的に、CIC 設立前に中国は、中央匯金投資有限責任公司 (Central Huijin Investment Company Limited, CHIC)。中央銀行が直接出資して設立された 100% 国有の投資会社、国

有金融資産管理委員会の性格を有する)を設立して、外貨準備資産 670 億^{ドル}を使って倒産寸前の国有金融機関への資本注入を行った。中国国内で CHIC の設立プロセスに批判が集中したため、CIC の設立は全人代(国会)の批准を得て行われた。今回、CIC は、中央銀行から 670 億^{ドル}の出資分を買い取り、CHIC を子会社化した。

図表 4 中国の政府系所有外貨資産

国有主体	外貨試算額	2007 年増加額
国家外貨管理局	15,280 億 ^{ドル}	4,270 億 ^{ドル}
CIC(資本金)	2,000 億 ^{ドル}	2,000 億 ^{ドル}
国有銀行(推定)	1,470 億 ^{ドル}	－140 億 ^{ドル}
小計	1,8750 億 ^{ドル}	6,130 億 ^{ドル}
以下の可能な資産		
銀行の預金準備金	1,080 億 ^{ドル}	1,080 億 ^{ドル}
(米 ^{ドル} 所有)		
総額(推定)	19,830 億 ^{ドル}	7,210 億 ^{ドル}

(出所)Brad Setser“*The Implications of Sovereign Wealth Fund Investment for National Security*”

及び中国人民銀行の「金融機関人民元与信収支表」・「通貨当局資産負債表」等により FRI 試算。

実際、CICの役割は、1)「超過」外貨準備の運用と 2)国有金融機関への出資・管理の二つであると設定されている。過日、CICの役員は、投資資金（資本金）2,000 億^{ドル}のうち 1/3 ずつ(約 670 億^{ドル})を、CHICL買取の資金、中国農業銀行と国家開発銀行への資本注入(国家開発銀行への 200 億^{ドル}資本注入は 2007 年末に完了)、海外ポートフォリオ投資に当てるとアナウンスしている¹¹。

3.2 アナウンスされる CIC の運用方針

「政企分離」（政府と企業の分離）、「自主経営」、「商業目的」を目指すCICは会社法に基づき設立された有限会社であり、取締役会、監査役会、運営管理委員会などのガバナンス機関が設置される¹²。また、2008年1月19日に英国ブラウン首相と会談した温家宝首相は、中国政府は中国投資会社の投資に関与せず、商業目的、独立運営、透明性の向上の三原則の下で運営されると表明した¹³。他方、中国の政府系ファンドへの懸念を解消するため、中国投資会社CICの経営者は、2007 年末は欧州、2008 年 1 月は米国、2 月は日本を訪問し、純商業投資のスタンスをPRした。米国訪問で記者会見したCICの楼継衛会長は、CICの投資方針は一社企業単独への投資よりも多数企業の組み合わせ(ポートフォリオ：China's

¹¹ http://news.xinhuanet.com/fortune/2007-11/07/content_7029284.htm

¹² http://www.china.ne.jp/2007/09/30/jp20070930_77550.html

¹³ <http://www.188mb.com/NewInfor/html/22792.htm>

Sovereign Fund Seeks 'Portfolios')投資を好むと表明している¹⁴。

しかし、以下のように CIC の取締役会や経営執行の構成メンバーはすべて政府高官か公的機関の役員からなっている。

○董事会の構成（11 人）

うち執行董事（役員）3 名、非執行董事 5 名、職員代表 1 名、独立董事 2 名

楼继伟 董事長・執行董事（國務院副秘書長）

高西慶 總經理・執行董事（社保基金副理事長）

張弘力 副總經理・執行董事（財政部副部長）

張曉強 非執行董事（發展改革委員會副主任）

李勇 非執行董事（財政部副部長）

劉士余 非執行董事（中央銀行副總裁）

胡曉煉 非執行董事（中央銀行副總裁兼外貨管理局局長）

傅自應 非執行董事（商務部部長助理）

劉仲藜 独立董事（元財政部長、社保基金理事）

王春正 独立董事（發展改革委員會副主任）

○管理委員會の構成（7 人）

楼继伟 董事長

高西慶 總經理（元全國社會保障理事會副理事長）

張弘力 副總經理（元財政部次官）

謝 平 副總經理（匯金公司總經理）

汪建熙 副總經理（匯金公司副董事長）

楊慶蔚 副總經理（發展改革委員會投資司司長）

胡懷邦 監事長（銀監會紀檢委書記）

また、投資戦略は、1)資本市場のポートフォリオ投資、2)海外のエネルギー・原材料などの戦略投資、3)中国企業の海外M&A戦略への支援などであると政府関係部門や各界から提起されている¹⁵。しかし、CICの投資収益率は、資本金となっている特別国債への5%前後の金利支払い、年平均5%前後の人民元上昇による為替差損及び内部管理費を合わせた10%前後のコストを上回らないと、経営赤字になってしまうので、「第2の財政資金」にならないように利益最大化の商業目的に徹すべきであると反論する意見も多い¹⁶。実際、CICの投資政策(投資ガイドラインなどの公表)はいまだに明確になっておらず、「商業目的」ではなく「政府の戦略」の実施ではないかと海外から警戒されている所以である。

ただし、海外ポートフォリオに関しては、世界中から24名のファンドマネジャーを集め

¹⁴ <http://chinese.wsj.com/gb/20080201/bch141512.asp?source=article>

¹⁵ http://news.xinhuanet.com/newscenter/2007-09/13/content_6713982.htm
<http://finance.sina.com.cn/china/hgjj/20070929/00394028141.shtml>

¹⁶ <http://www.caijing.com.cn/financecap/other/2007-09-15/30402.shtml>

たり、株式や債券に関する委託運用機関を募集したりして運用の開始を急いでいる。また、著名なコンサル会社の支援の下で7類の16のポートフォリオ商品を開発したという¹⁷。

3.3 CICの運用の実態

実際、CICが正式に設立される前に対外投資は行われた。2007年5月に米国最大のPEファンド：ブラックストンに、無投票権、売却禁止期間4年という条件で30億^{ドル}の投資(出資比率10%)が行われた¹⁸。ブラックストンの成長性(管理資産の年成長率41.1%)と収益性(投資収益率25%)及びIPO直前のチャンスを見込んだ投資であった。取締役会や経営陣にメンバーを派遣せず、経営関与のない純粋な財務投資で米国からの反発はなかったが、ブラックストンの株価下落に伴う大きな評価損は50%近くになっているなどで国内の批判は高まっている。

第2回目の投資は、自国の国有大手エンジニアリング会社「中鉄」の香港市場IPOで1億^{ドル}のH株投資(出資比率約4%)である¹⁹。2007年12月7日に香港市場で公開取引を始めた。

第3回目の投資は、サブプライム問題で大きく傷つけられた米大手証券会社モルガン・スタンレーへの50億^{ドル}の出資であった。投資手法も洗練され、株主資本への直接出資ではなく、2年7ヵ月後に株式に転換できる出資証券(年率9%)であった²⁰。ブラックストンへの出資と同じように、取締役会・経営陣にメンバーを派遣せず、経営関与をしない取り決めになっている。

直近では、2008年3月の米クレジットカード会社ビザのIPOで1億ドル以上の投資を行った。売却禁止期間はないが、CICは長期保有の方針にあると伝えられている²¹。

このように、これまでの中国投資公司CICの投資事例では経営権の取得ではなく、純粋な投資である。2008年2月に来日したCICの高西慶総経理と会談した渡辺喜美内閣府特命担当大臣は、記者会見で「投資の目的は、経営権の取得ではなく、純粋な投資、すなわち利回りを主な目的にした投資であるCICの投資を、日本は大歓迎する」と表明した²²。実際、前述の米議会公聴会で米対外関係評議会のBrad SetserフェローもCICのポートフォリオ投資よりもCICが支援した中国の国有銀行や国有企業の投資に注意を喚起している²³。

次に、CICとその他の国有投資機関の関係を検証してみる。

¹⁷ 「中国証券報」2008年3月2日(<http://finance.sina.com.cn/china/hgjj/20080303/00024569316.shtml>)

¹⁸ Blackston Group 2007年第3四半期決算書。

¹⁹ http://www.uscc.gov/hearings/2008hearings/written_testimonies/08_02_07_wrts/08_02_07_dohner_statement.pdf

²⁰ Morgan Stanley発表資料(<http://www.morganstanley.com/about/ir/shareholder/4q2007.pdf>)

²¹ <http://www.caijing.com.cn/todayspecx/finance/2008-03-24/53803.shtml>

²² 渡辺内閣府特命担当大臣内外記者会見の概要

(<http://www.fsa.go.jp/common/conference/minister/2008a/20080222-2.html>)

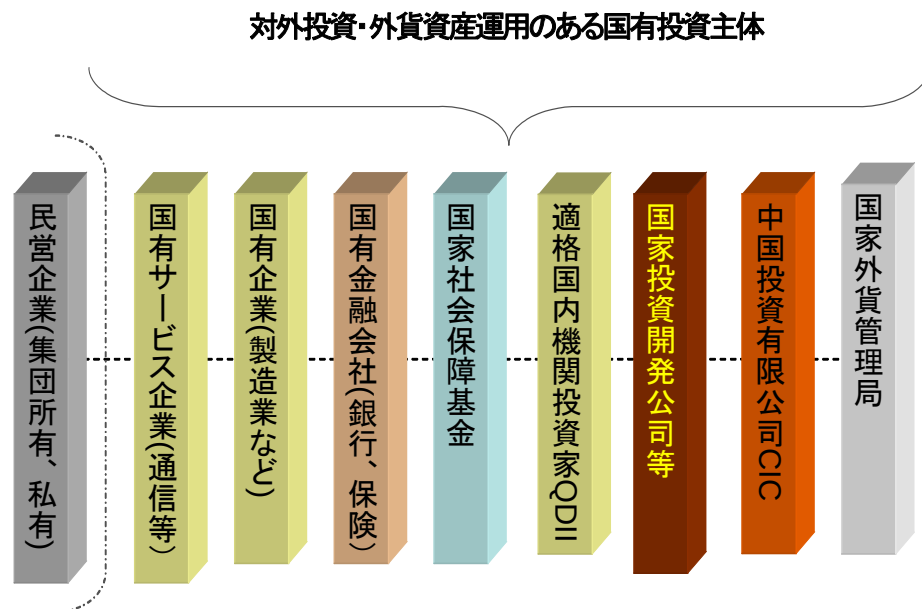
²³ http://www.uscc.gov/hearings/2008hearings/written_testimonies/08_02_07_wrts/08_02_07_setset_statement.pdf

4 中国の国有投資主体と政府の産業政策

4.1 政府系投資機関はCICだけではない

昨今、世界的な注目の的になっているのはCICであるが、中国の国有投資主体はCICだけではない。図表5が示すように、中国の対外投資・外貨資産運用を行っている機関は数多く存在する。中には外貨資産規模がCICと同レベルの運用機関も登場してくるだろう。

図表5 政府系投資機関はCICだけではない



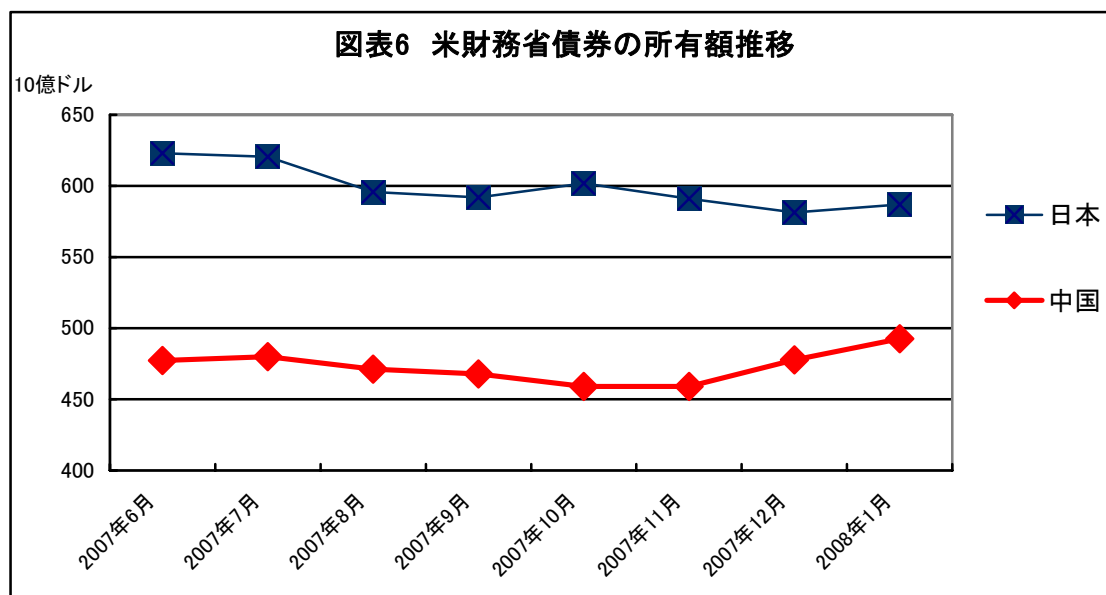
(出所)FRI作成

外貨準備の運用を担当している国家外貨管理局は最大の運用機関である。図表3が示すように、CICが設立された後も中国の外貨準備は拡大しつづけており、2008年末には2兆ドルを越えるの見込まれる。したがって、CICが設立されたとしても、膨張しつづける外貨準備の運用は中国にとって引き続き大きな政策課題となる。香港での運用子会社を通じてオーストラリア最大の3銀行の株式を購入したことも伝われ、運用の多様化が見られる²⁴。また、図表6が示すように、2007年にドル安で減少させた財務省債券の所有も年末に入っ

²⁴ 2007年12月、国家外貨管理局は香港子会社である中国華安投資有限公司(SAFE Investment Company Limited)を通じて、Australia and New Zealand Bank及びCommonwealth Bank of Australiaの1%未満の株式、National Australia Bankの約0.33%の株式を総額2億オーストラリアドルで購入したという(<http://international.fivip.com/080105/1133.0175633.00.html>)。

て増加に転じた。

CICと性格が似たようなポートフォリオ投資機関として2000年に設立された中国社会保障基金(CSSF)がある。運用の原資は社会保障のための積立金であり、毎年の財政予算からの組入れ金や国有企業から切り出された株式(国有企業に対する株主となる)の売却益などから調達される。中国社会保障基金の資産規模は2001年末の100億ドル未満から2007年末の700億ドル(5,252億人民元)まで増えた²⁵。2006年からは、自己資金の運用に止まらず個人積立金の受託運用も開始した。中国国内では、株式市場での投資(2003年)や個別企業への出資(2004年)を行ってきたCSSFは、2006年に海外資本市場での投資を開始した。2006年5月1日に施行される『全国社会保障基金海外投資管理暫定規則』では、対外投資可能な金額はコストベースで総資産の20%を超えてはならないとされている。つまり、2007年末時点で対外投資可能な枠は140億ドルとなる。ただし、2007年12月末時点でCSSFの海外投資金額は16.6億ドルに止まっていた²⁶。また、『全国社会保障基金海外投資管理暫定規則』第5条の規定によりCSSFの対外投資は海外投資管理人(ファンド)に委託して行わなければならないとされている。しかし、CSSFは、委託投資を通じた運用に満足せず、培われた経験やノウハウを活かして直接運用も行おうとしている。実際、CSSFが海外有名PEであるCarlyle、KKR及びTPGと出資交渉を行っていることが伝わっている²⁷。拡大する中国社会保障基金の海外投資動向から目を離せなくなっている。



(出所)米財務省

²⁵ <http://www.ssf.gov.cn/web/Column.asp?ColumnId=4>

²⁶ 中国人民銀行『2007年国際金融市場報告』(2007年3月)。米国ドルで計算すると、投資収益は21.5%に達しているという。

²⁷ http://www.ft.com/cms/s/0/98762e4c-8653-11dc-b00e-0000779fd2ac.html?ncllick_check=1

中国の国有投資機関には、民間資金を原資とする適格国内機関投資家(Qualified Domestic Institutional Investor : QDII)がある。2006 年 4 月に始まったQDII制度は、銀行、証券、保険、基金など各分野に適用され、2007 年末現在 50 個のQDIIに認可された海外投資枠は 645 億ドルに達し、実際、353 億ドルが投資されたという²⁸。2008 年末にQDIIの投資枠はさらに 700 億ドル以上増加し、1,500 億ドルになると見込まれている²⁹。中国は 17 兆人民元(約 2.4 兆ドル)の貯蓄があり、対外投資の潜在性は大きい。

以上で見てきたポートフォリオ投資機関を除き、海外実業投資を目指す国有投資機関が数多く存在する。日本では、2006 年に中国の大手太陽電池メーカー、尚徳太陽能電力(民営企業)による日本同業の MSK を買収した製造業関連小規模企業の事例が見られるが、グローバル市場に、より大きなインパクトを与えるのは、エネルギー・金融などのサービス関連国有企業の大規模な対外 M&A 活動である。実際、2007 年度の「フォーチュン 500」にランクインした 22 社の中国企業の大部分は、石油・素材、電力供給、銀行、通信などのエネルギー・サービス分野の大手国有企業であった。国有企業による対外 M&A 活動は、経済的な視点に加え、対象国における政治的・社会的な物議を引き起こし、紆余曲折を辿っている。

まず、政策投資を目的として設立された政府系産業投資公社も有力な対外投資主体になりうる。2007 年末中央・地方を含む数十社に上がる政府系産業投資公社の資産総額は約 1,400 億ドルに達しており、利益も 140 億ドル前後になる³⁰。これらの政府系産業投資公社は「中国のテマセク」或いは「中国的PE」を目指して政策投資から政策・商業をミックスした投資主体への転換を急いでいる。これまでこれらの産業投資公社は専ら国内投資に専念してきたが、海外投資にも動き出した。例えば、最大の政府系産業投資公社である国家開発投資会社の会長は、2008 年にCICに次ぐ海外投資が開始されると宣言した³¹。投資額はCICほど大きくないが、投資の意思決定は政策志向なので海外投資先で物議を引き起こす可能性が高いと考えられる。

2007 年は、中国の金融機関による対外M&A活動が活発になった年である。買収や出資金額は 200 億ドルを越えた。上述、CICによる米プライベートファンドのブラックストーンへの 30 億ドル出資、中国国家開発銀行(CDB)による英投資銀行バークレーズ銀行への 29.8 億ドルの出資、中国工商銀行(ICBC)による南アフリカのスタンダード銀行への 56.2 億ドルへの出資、中国平安保険によるベルギー・オランダ系のフォルティス銀行への 26.7 億ドルの出資(出資比率約 5%、フォルティス銀行の最大株主)などが上げられる³²。2008 年に

²⁸ 「中国経営報」2008 年 2 月 17 日。『2007 年国際金融市場報告』によると、2007 年 11 月末現在、QDII の内訳は銀行系 21(投資枠 166 億^{ドル})、証券系 5(投資枠 195 億^{ドル})、保険系 18(投資枠 71.66 億^{ドル})とのその他である。

²⁹ <http://fund.irj.com.cn/news/2008-02-18/000003296246.html>

³⁰ <http://www.sdic.com.cn/cn/zxzx/mtbd/gtbd/webinfo/2007/12/1196988263418503.htm>

³¹ <http://news.cnfol.com/080305/101,1280,3865055,00.shtml>

³²2007 年 10 月に米証券会社Bear Stearnsに対する中信証券の 10 億^{ドル}投資(同 6%)の事例もあったが、

入ってからも中国金融機関の海外投資は加速している。2008年3月に中国平安保険はフォルティス銀行の資産管理子会社に21.5億ユーロ(約3,300億円)を出資して同社株の50%を取得した。また、中国人寿(チャイナライフ)は、ビザのIPOで3億ドルの投資を行った。この投資は、中国保険会社による対米最大の投資となった³³。

図表7 最近の中国銀行業の海外M&A事例

銀行	時期	ターゲット	買収金額	出資比率	業務
中国工商銀行	2006年12月	インドネシア Halim 銀行	未公開	90%	商業銀行
	2007年8月	マカオ誠興銀行	5.9億 ^{ドル}	79.93%	商業銀行
	2007年10月	タイACL銀行	未合意	19.26%	商業銀行
	2007年10月	南アフリカ Standard Bank	55億 ^{ドル}	20%	商業銀行
中国銀行	2006年12月	シンガポール SALE	9.65億 ^{ドル}	71%	リース会社
中国建設銀行	2006年8月	米州銀行(アジア)	12.5億 ^{ドル}	100%	商業銀行など
中国開発銀行	2007年8月	英 Barclays	30億 ^{ドル}	3.1%	商業銀行など
民生銀行	2007年10月	米 UCBH Holdings	約3.2億 ^{ドル}	9.9%	商業銀行

(出所)報道などにより FRI 纏め

資源・エネルギー分野では、2002年12月に石油大手中国石油(CNPC)によるロシアのSlavneft社買収の失敗に続き、2005年には中国海洋石油(CNOOC)による米国Unocalの買収(買収金額185億ドルに及ぶ)も失敗に終わった。買収を阻止された理由は、いずれも経済的よりも国家安全保障の視点からの懸念であった。ただし、2005年CNPCによるカザフスタン石油への買収(42億ドル)は成功している。石油分野ほど目立たないが、石炭、鉱山など資源類における中国企業の国際買収攻勢も強まっている。例えば、2008年1月に世界第2位のアルミ企業である中国アルミ公司是、世界第1位の米国アルミとの共同出資子会社(シンガポール)を通じて鉄鉱石大手のリオ・ティント株12%(ロンドン市場)を140.5億ドルで買収した³⁴。中国アルミ公司の出資分は130億ドルにも上った。

中国の通信サービス企業の国際化戦略も加速している。世界最大の移動通信サービスベンダーとなったチャイナモバイルは、国内市場での発展に満足せず、潤沢なキャッシュフローをテコに海外市場への進出を加速させている。2006年には53億ドルにのぼるルクセンブルクの「Millicom International」の買収は成功しなかったものの(買収価格が折り合わなかった)、2007年にはパキスタンの「Paktel Limited」を4.8億ドルで買収した。

図表8 中国通信サービス企業の国際化状況

中国当局の認可中にBear Stearns自身が破綻してJPモルガンに買収される事態になり、出資を取りやめた経緯があった。

³³ <http://chinese.wsj.com/gb/20080325/bch152335.asp?source=whatnews1>

³⁴ 「証券時報」2008年2月13日など。

通信企業	進出時期	進出地域：()内	進出内容	注
中国電信	2002.11	中国電信(米国)	国際電話、データ通信業務	ワシントン事務所から子会社へ
	2004.02	中国電信(香港)	インターネット・データ通信サービス	事務所から子会社へ
	2005.02	中国電信(トロント)	国際電話、データ通信	中国電信(米国)の出張所
	2006.06	中国電信(アルマティ)	データ通信など	中国電信中央アジア事務所
	2006.09	中国電信(欧州)	データ通信、ネットワークサービス	中国電信の欧州子会社
	2007.01	中国電信(シンガポール)	データ通信、ネットワークサービス	中国電信東南アジア子会社
中国移动	2004.10	香港	香港華潤万衆 100%買収	買収額 4.38 億ドル
	2007.02	パキスタン	Paktel Limited 88.86%買収	当国第 5 位の移動通信キャリア、買収額 2.84 億ドル
	2007.04		残り 11.14%買収合意	
中国网通	2002.01	中国网通(米国)	国際通話、データ通信など	ロサンゼルス
	2007.03	中国网通(欧州)	国際電話、データ通信など	ロンドン
	2007.03	中国网通(日本)	国際電話、データ通信など	東京
中国聯通	2004.09	中国聯通(マカオ)	CDMA1X 網の運営	事務所からキャリアへ

(出所)報道などにより FRI まとめ。

図表 9 物議を引き起こした代表的な中国企業による海外買収事例

中国企業(資本)	買収対象企業・事業	買収概要	買収の結果、物議の理由
レノボ(民営)	米 IBM PC 事業	2004 年 12 月、全事業買収、 買収金額 17.8 億ドル	・ 成功。 ・ 安全保障上の懸念
華為科技(私有)	米 3 Com 通信事業	2008 年 3 月、買収参加。 買収金額約 4 億ドル (16.5%)	・ 失敗(CFIUS 反対) ・ 安全保障上の懸念
中国石油(国有)	ロシア石油会社 Slavneft	2002 年 12 月、経営権取得	・ 失敗(25%以上所有の国有会社 入札参加禁止) ・ 資源ナショナリズム的な議論
中国海洋石油(国有)	米石油第 5 位 Unocal	2005 年 6 月、経営権取得 買収金額 185 億ドル	・ 失敗(自主辞退) ・ 資源ナショナリズム的な議論 ・ 安全保障上の議論
中国石油(国有)	ペトロカザフスタン	2005 年 12 月、マジョリティ 買収、買収総額 42 億ドル	・ 成功 ・ 資源ナショナリズムの議論

(出所)各種資料・報道により FRI まとめ。

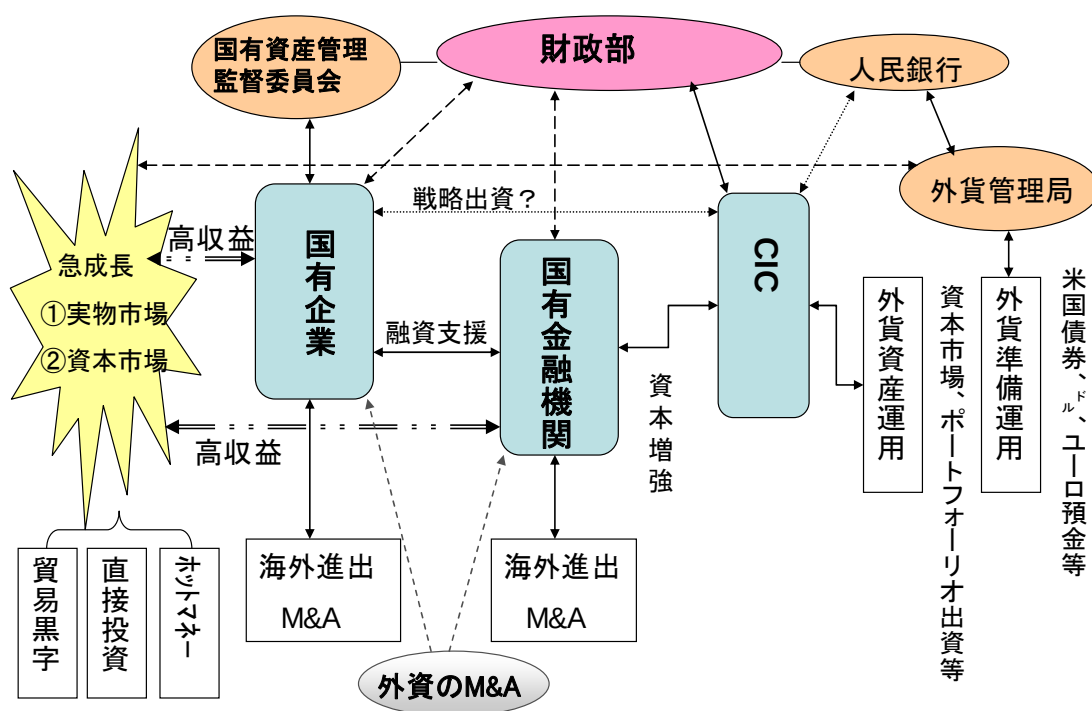
2007 年 12 月に「フォーチュン 500」の 29 位にランクインした中国国家電網もフィリピン企業と手を組み、フィリピン電網(全国送配電ネットワーク経営)の 25 年間の経営権を 39 億ドルで落札した。

このように、2002 年の共産党大会で「走出去戦略」(企業の国際化戦略)が提起されて、中国企業、特に大手国有企業の対外投資は加速している。しかし、中国企業による大型買収は、海外で物議を引き起こしている。図表 9 が示すように、国有企業だけでなく純粋な私企業である「華為科技」も政府との関係が疑われ、買収対象企業 3 Com Corp への少数株式取得を、米外国投資委員会(CFIUS) に阻止されたという³⁵。

4.2 CIC と他の国有投資機関の相関関係

上述した政府系ファンドや国有投資機関は異なる役割や投資スタンスを持っているが、完全にバラバラで行動するのではなく一定の相関関係を持っている。特に、CIC と国有金融機関と国有企業との間では出資を通じて密接な関係にある。

図表10 CICなど国有投資機関の相関図



(出所)FRI作成

CIC は、資本増強の名目で国有金融機関に出資しているが、国有企業には戦略投資家として迎え入れられることも十分考えられる。海外進出のサポート³⁶や国有金融機関・国有企業のマジョリティーの維持(海外からの敵対買収を国有企業を守るため)³⁷が政策的に期待

³⁵ Bain Capital Drops Its Bid For 3Com

(<http://chinese.wsj.com/gb/20080321/tec104346.asp?source=channel>)

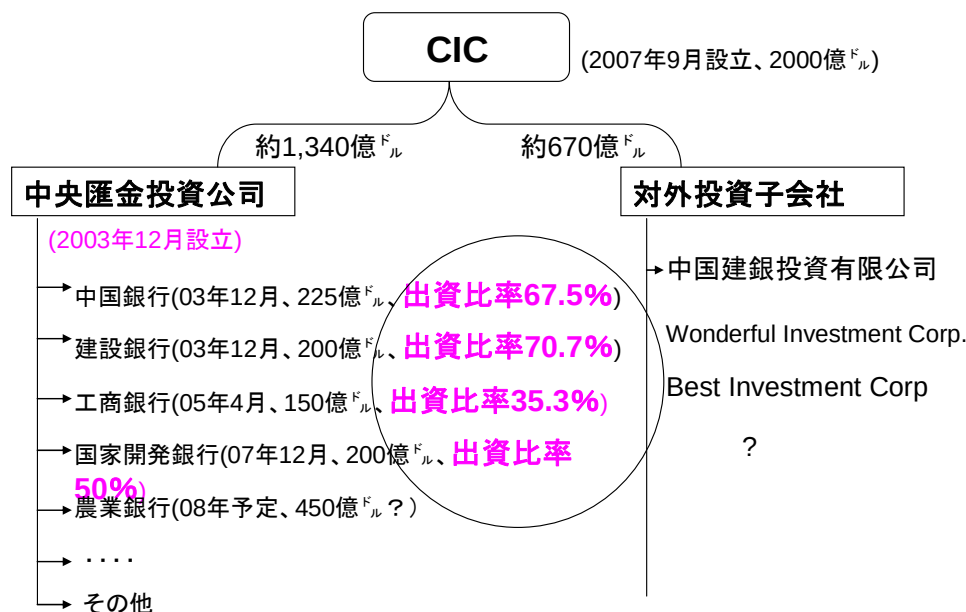
³⁶ 「上海証券報」2007年9月13日(<http://tech.sina.com.cn/t/2007-09-13/05211736435.shtml>)

さ

れているであろう。報道によると、大型国有企業を管轄する国務院国有資産監督管理委員会は、大型国有企業の海外投資をサポートし影響力のある多国籍企業に早急に成長していくようにCICと協力関係を協議し、すでにサポート候補企業16社が想定されているという。

図表11が示すように、CICの子会社である中央匯金投資公司の設立から現在に至るまで、約800億ドル以上の外貨資金を大手国有銀行に資本注入し、これらの支配株主となっている。CICは、取締役や監査役の派遣を通じてこれらの金融機関を経営支配しているとも考えられる。したがって、これらの金融機関の对外投资や他の国有企業への資金支援に影響力が大きいと容易に想像できる。資本主義の市場原理から見れば、出資者としての利益を守るためにCICが出資対象企業の経営に口出すことは当たり前であり、何も不自然ではない。問題は、経営関与が政治目的か経済目的かに基づいて行われかにかかっている。

図表11 CICは国有大手銀行の支配株主



(出所)各行決算報告書、報道など

今一つの疑問として浮上しているのは、CICの投資と在来の国有投資機関との関係である。外貨準備資産運用の観点からは、CICの設立はこれまで独占的に外貨準備資産の運用を担当してきた国家外貨管理局から権限を分離させたので、CICと国家外貨管理局は競合関係にあるとも考えられる。実際、国家外貨管理局の香港運用子会社による海外銀行への出資は、CICの設立に刺激された行動であると推測される。また、CICの資本注入した金

融機関である国家開発銀行の資金支援を受けて中国アルミ集団のリオ・テントへの大型投資は、在来の国有エネルギー・資源企業の対外投資の守備範囲と重なる。ここでも競合関係になることがありうる。過去には海外エネルギー企業の買収において中国の国有大手エネルギー企業同士が競争しあった事例もあった。

CICと他の国有投資機関の競合或いは協力関係に関するイシューはすでに提起されている³⁸。

4.3 国有投資機関と産業政策とのリンケージ

中国の対外投資規制レジームでは、国有投資機関か民営投資機関かを問わず政府関係機関の認可が必要である。2004年7月16日に公布された『投資体制改革に関する国务院の決定』によると、

- ・中国側投資額 3,000 万ドル以上の資源開発関連の海外投資案件と中国側投資に必要な外貨額が 1,000 万ドル以上の非資源関連の海外投資案件については、国家发展改革委員会が認可する。
- ・上述以外の海外投資案件は、中央管理企業(「中央企業」という³⁹)の投資案件は国家发展改革委員会、商務部に届け出とする。その他の企業の投資案件は関係法規に基づき、地方政府が認可する。
- ・国内企業が海外投資を通じて企業設立(金融企業を除く)する場合に、商務部が認可する。

ここでは、対外投資の許認可機関(総合的な窓口機関)として国家发展改革委員会と商務部があげられているが、国有企業の場合は、主管官庁の認可も必要である。例えば、一般国有企業の場合は、国务院国有資産監督管理委員会の認可、国有銀行の場合は、中国銀行業監督管理委員会の認可が必要になる。対外投資に必要な外貨は、国家外貨管理局による認可が必要である。ただし、中国はすでに外貨過剰な状態になっており、中央銀行は近いうちに海外投資に必要な外貨出所審査と外貨資金の海外送金認可を廃止すると表明している⁴⁰。

海外投資の認可の基準は、各行政機関により若干違うところもあるが、どの機関にも適用されるのが国の産業政策である。2006年7月5日に国家发展改革委員会、商務部、外交部、財政部、税関、税務局、外貨管理局の7つ官庁によって公布された『海外投資産業指導政策』では、

- ①急用の資源・素材、
 - ②製品・設備・技術・労務輸出を誘導する投資
 - ③技術能力向上に有利(技術、マネジメントノウハウ、人材)
- が優先分野として挙げられている。

³⁸ <http://www.ftchinese.com/sc/story.jsp?id=001017879&loc=SEARCH>

³⁹ 中国では、中央政府管轄の国有企業である「中央企業」(金融類を除く)は 150 社ある。地方政府が管轄する国有企業は約 11 万 6 千社存在する。

⁴⁰ 『2007 年国際金融市場報告』P.105.

また、国家发展改革委員会と中国輸出入銀行は『国家奨励の海外投資重点プロジェクトに融資支援政策に関する通知』(2004年10月27日)、国家发展改革委員会と国家開発銀行は『海外投資重点プロジェクトへの融資強化に関する通知』(2005年9月25日)、国家发展改革委員会と中国輸出信用保険公司は『海外投資重点プロジェクトのリスク保障制度の整備に関する通知』(2005年1月25日)をそれぞれ公布し、政策融資・政策保険の面から「走出去戦略」の実施、企業の海外進出を後押ししている。中でも、中国の「スーパー官庁」と言える国家发展改革委員会が中心的な役割を果たしていると推測される。

政策融資・政策保険の支援分野は、現在のところでは以下の四つである。

- ① 海外資源開発案件
- ② 国内の技術、製品、設備などの輸出や労働力輸出をもたらす海外生産型案件とインフラ案件
- ③ 海外の先進技術、マネジメント経験と専門人材を活用できる海外研究開発センター
- ④ 企業の国際競争力向上や国際市場開拓の促進をもたらす海外企業 M&A 案件

実際、CIC は国内経済政策や産業政策に従って間接的に国有企業の海外戦略をサポートした事例もある。

まず、攻めの戦略として国有エネルギー会社CNOOC(中国海洋石油公司)による米Unocal買収案が上げられる。2005年4月にCICの子会社である中央匯金投資公司是、中国工商銀行に150億ドル資本注入を行った。その直後の2005年6月にCNOOCに90億ドルの買収資金提供(買収総額185億ドル)を行った⁴¹。本件は、米議会などが国家安全保障が脅かされるとして猛烈な反対に遭遇したことで対米外国投資委員会(CFIUS)の審査を経ずにCNOOCが買収オファー撤回したことで失敗した。中国国内のエネルギー安定供給の確保を目的に国有金融機関が資金面で国有エネルギー会社の海外買収を支援したことに間違いない。

次は、防衛の戦略として中国アルミ公司によるリオ・ティント株式の買収案がある。2008年1月に買収金額130億ドルを超えた本件は、世界鉄鉱石第2位BHP・ビリトンによる同第3位のリオ・ティント買収により、世界の鉄鉱石供給が寡占状況になり世界最大の需要家である中国の利益(価格交渉能力の低下)が損なわれるとしてBHP・ビリトンの買収を阻止する目的として行われたと言われている⁴²。買収資金は主に、直前(2007年12月)にCICによる200億ドルの資本注入を受けた国家開発銀行によって提供された⁴³。また、BHP・ビリトンに対抗して中国はホワイトナイトとしてリオ・ティントの買収に備えてCIC経由で中国アルミ公司に1,200億ドルに上る買収資金を準備したとの報道もある⁴⁴。

⁴¹ 2007年11月2日FRIの現地ヒアリングによる。

⁴² CHINA LEARNS THE LESSONS OF UNOCAL
(http://www.ftchinese.com/sc/story_english.jsp?id=001017214)

⁴³ 同注36。

⁴⁴ Chinese gear up for Rio Tintobattle
(http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/natural_resources/article3293956.ece)

このように、CICが中国の産業政策に基づき中国国有投資機関の海外進出に間接的に関与しているのは間違いないであろう。ただし、国の産業政策に基づく行動が政治目的の行動として見る事は短絡しすぎるのではないかと考える。なぜなら、どの国の国有金融機関も、産業政策に基づいて自国企業の海外進出をサポートしているからである。例えば、直近の事例として「三菱重工は月内にもMR Jを事業化、12年の就航を目指す。政府も資金面で支援、約40年ぶりの国産機の世界進出を後押しする」と共同通信社は配信している⁴⁵。問題の本質は、これらの支援が国際経済ルールに基づいてフェアに行われているかどうかにある。この意味でCICの行動にはグローバルの視点からモニタリングを強めていく必要があるだろう。

5 結論・政策のインプリケーション

5.1 結論

以上の分析で明らかにしたように、中国投資公司 CIC は、二面性を持つ政府系ファンドである。制度・政策の枠組み分析や事例研究を通じて以下の結論が得られる。

- 1)一つは、中国側が主張しているような純ポートフォリオ投資を行う機関である⁴⁶。
これまで CIC の投資ケースはすべて経営に参加しない財務投資である。したがって、CIC のポートフォリオ投資に政治目的を疑うことは杞憂に過ぎないと言える。
- 2)今ひとつは、戦略出資による国内金融機関や国有企業へのサポートである。間接的にこれら国有投資機関の海外進出を促進することや海外企業からの敵対買収を防衛するために使われている。また、これらの行動は国の産業政策に基づいて行われることを要求されている。
- 3)産業政策に基づく国内企業への支援は、国の経済的な利益獲得を目的としており海外で懸念されている政治・外交上の利益(目的)を達成するために意図されることは、制度・枠組みの分析や事例研究では確認できなかった。

5.2 政策的インプリケーション

まず、CIC 自身のガバナンス体制や内部統制を確立し、ルールに基づく投資運営が求められる。確かに CIC は、中国会社法に基づき設立された 100%国有の外貨運用経営企業法人であり、取締役会、監査役会、執行委員会の会社機関が設立されており、社外取締役や社外取締役監査役も配置されている。しかし、これらの機関を機能させるためには、意思決定の根拠となる定款や手続きプロセス及び投資運用の根拠となるガイドラインなどが必要となる。また、透明性を高めるためには決算書の作成、外部会計による監査や公表も求められる。実際、同じ国有投資機関である全国社会保障基金は、対外投資のガイドラインに

⁴⁵ <http://news.goo.ne.jp/article/kyodo/business/CO2008032501000595.html?fr=rk>

⁴⁶ IMF/WTOの定義によると、ポートフォリオ投資(Portfolio investment)は、出資比率が10%以下で経営支配よりも投資収益を目指す財務投資を指す。つまり、10%以下の出資であっても経営に口出すポートフォリオ投資もありうる。

なる投資規則や外部会計事務所による監査済みの決算書を公表しており、ルールに基づく投資が行われており、透明性も高い。全国社会保障基金に対する海外の懸念も聞かれない。CICの総経理(社長)は、全国社会保障基金の副理事長から移籍した人物であり、全国社会保障基金の仕組みやノウハウがCICに活かすことが期待される。海外や国内からの批判に答えるためには、CIC自身が上場することも選択肢の一つであると言えよう。

次に、「国有投資機関」の漸進的な解消も中国にとって欠かせないアプローチであろう。中国自身も認識しているように、海外で物議を引き起こしているのは、中国企業の国有企業の性質である⁴⁷。図表9が示すように、国有企業ゆえに西側諸国だけでなく、中国と密接な関係にあるロシアやカザフスタンなどからも懸念されている。対外投資の主体が国有企業である限り海外からの懸念はなくならないであろう。他方、市場経済の環境で中長期的に国有投資主体の非効率性は証明されている。したがって、中国自身にとっても「国有投資機関」の漸進的な解消が要求される。かつて産業政策が大きな成果を収めたご本家である日本も石油公団などの国有対外投資機関を解消したのである。

さらに、欧米諸国やOECD、IMFなどの国際機関で行われている政府系ファンドSWF規制の論議は投資主体よりも投資行為に焦点を当てるべきである。国有投資主体は先進国や途上国を問わず多かれ少なかれ存在している。「国有」という企業組織形態を規制するのは、自分の首を絞めるに等しい非生産的な議論である。むしろ、公正な競争という視点から商業原則、透明性の原則、紛争処理のルールに則って投資行為を規制すべきである。国際経済システムの中にはWTOにおける「国有貿易企業」のルールがある。つまり、自由貿易のシステムの中で「国有貿易企業」は民間企業と同じような商業原理、透明性の原則、紛争処理のルールに則って行えば資本主体の性質は問わないのである。中国のWTO加盟議定書においても「国有企業」の貿易問題は以上の原則やルールに基づいて処理された。「国有企業」の投資問題も「国有企業」の貿易問題に習って解決できるのではないかと考えられる。ただ、中国の政府系ファンドや国有投資機関との関連で、国の産業政策に基づく投資の意思決定が「商業の原則」の射程内に解釈されるかどうかの問題がある。実際、2008年3月20日に米国財務省とシンガポール・アブダビ両政府との間で合意された「SWF投資の原則に関する協定」(Agreement on Principles for Sovereign Wealth Fund Investment)は、投資国SWF側と受入国側にそれぞれ適用される原則を規定している⁴⁸。SWFに適用される原則は、ガバナンス体制の整備、透明性の確保、フェアな競争のほかに直接と間接を問わずコントロールしている政府の地政学目的(the geopolitical goals)を推進することなく単に商業のベース(commercial grounds)に基づいて決定されなければならないとされている。つまり、SWFの外交・政治目的は否定されているが、産業政策という経済目的は否定されていないのである。他方、国の産業政策に基づく貿易決定をすべて規制しているわけではないが、一部の政策(例えば輸出補助金)は規制されている。将来に向けて国の産業政策に基づく

⁴⁷ 商務部 2007a

『中国企業跨国就收購兼並(M&A) 的实践と思考』(2007年4月)(非売品)。

⁴⁸ <http://www.treas.gov/press/releases/hp881.htm>

投資のルール(例えば、外資系企業による自国企業への敵対買収を守るために政府ファンドがホワイトナイトとして使われることをルール化するなど)も検討されるべきであろう。

主要な参考文献

- ・ 中国企業国際化戦略科題組 2008 「中国企業国際化戦略報告 2007」 Web 版
- ・ 中国人民銀行 2007 「2007 年国際金融市場報告」(2007 年 3 月) Web 版
- ・ The Economist 2008 “The invasion of the sovereign-wealth funds,” *The Economist* January 19th. PP69-72.
- ・ Robert M. Kimmitt, 2008 “Public Footprints in Private Markets, Sovereign Wealth Fund
sand the World Economy,” *Foreign Affairs* Jan/Feb .PP119-130.
- ・ 商務部 2007a 「中国企業海外 M&A の実践と思考」(非売品)
- ・ 商務省 2007b 「2006 年度中国対外直接投資統計公報」
- ・ 商務部 2007c 『走向世界的中国多国籍企業』 中国経済出版社
- ・ 商務部 2007d 『2007 Report of Transnational Corporations in China』 中国経済出版社
- ・ 宋 弘 2007 『クローズボーター M&A : 中国企業の対応と戦略』 安徽人民出版社
- ・ 鐘飛騰 林 峰 2006 『石油中国』 中華工商聯合出版社
- ・ The U.S.-China Economic and Security Review Commission 2008
“Hearing on the Implications of Sovereign Wealth Fund Investments for National
Security” FEBRUARY 7, 2008 Web 版
- ・ 全球並購研究中心 2004～2007 “China Mergers and Acquisitions Yearbook”
人民郵電出版社

研究レポート一覧

No.315	中国企業の海外投資戦略と政府系ファンド	金 堅敏 (2008年4月)
No.314	カテゴリーライゼーションの消費者行動における重要性 ーWillingness to payへの影響ー	新堂 精士 (2008年3月)
No.313	女性労働者の出生行動と金銭的インセンティブ ー健康保険組合データに基づくパネルデータより	河野 敏鑑 (2008年3月)
No.312	オープン・イノベーションと研究成果の無償公開	絹川 真哉 (2008年3月)
No.311	市民の資金拠出による社会変革活動	米山 秀隆 (2008年3月)
No.310	物流、卸売・小売のイノベーションにおける重要要因② ーケーススタディから導出された要因の検証ー	木村 達也 (2008年3月)
No.309	物流、卸売・小売のイノベーションにおける重要要因① ーヤマト運輸とセブン-イレブン・ジャパンの ケーススタディー	木村 達也 (2008年2月)
No.308	グローバル市場における日本企業の CSRサプライチェーン	生田 孝史 (2008年1月)
No.307	外貨準備の本格的運用を始めた中国 ー中国投資設立の影響とビジネスチャンスー	朱 炎 (2008年1月)
No.306	企業の取引関係ネットワークと企業規模との関係	齊藤有希子 (2008年1月)
No.305	高齢化社会における家計の資産選択行動の変化と その含意	南波駿太郎 (2007年11月)
No.304	サービス・コストに関する一考察 ー利用者の視点からー	長島直樹 (2007年11月)
No.303	企業の研究開発活動のオープン化	西尾好司・絹川真哉 湯川 抗 (2007年11月)
No.302	Intergovernmental Relation from the Fiscal Aspect in China -Reform movements and Tasks Compared to Japanese Experience-	Jiro Naito (2007年11月)
No.301	「エネルギー分野の規制改革(第2段階)のあり方 ー電力分野に関する検討」	武石 礼司 (2007年10月)
No.300	「日本の医療産業イノベーション」 ー科学技術戦略による統合医療推進ー	田邊 敏憲 (2007年10月)
No.299	定期借家制度の活用による賃貸住宅市場の活性化	米山 秀雄 (2007年10月)
No.298	内部統制を形骸化させないために	浜屋 敏・瀧口樹良 前川 徹 (2007年10月)
No.297	Web2.0企業の実態と成長に関する研究	湯川 抗 (2007年9月)
No.296	CGMと消費者の購買行動	浜屋 敏 (2007年8月)
No.295	中国市場における環境評価の動向と日本への影響	大隈慎吾・生田孝史 濱崎 博 (2007年6月)
No.294	高齢化社会における家計貯蓄と資金循環構造の変容 ー安倍政権の中期方針とその含意ー	南波駿太郎 (2007年6月)
No.293	アジア企業の対日投資戦略と日本の誘致策	朱 炎 (2007年6月)
No.292	自治体の情報セキュリティ・個人情報保護対策としての 外部委託先への管理監督に関する対応策に向けて	瀧口 樹良 (2007年5月)
No.291	住民をたらい回しにしない市役所窓口の実現に向けて ー自治体アンケートの分析結果からー	木下敏之・瀧口樹良 (2007年5月)
No.290	テレビドラマ・クリエイターのネットワーク分析： なぜコラボレーションは失敗するのか？	絹川真哉・湯川 抗 (2007年5月)

<http://jp.fujitsu.com/group/fri/report/research/>

研究レポートは上記URLからも検索できます



THE POSSIBILITIES ARE INFINITE

富士通総研 経済研究所

〒105-0022 東京都港区海岸1丁目16番1号（ニューピア竹芝サウスタワー）
TEL.03-5401-8392 FAX.03-5401-8438
URL <http://jp.fujitsu.com/group/fri/>