

急増する中国の対外直接投資

—— ファイヤーセールFDIの視点から ——

青 木 浩 治

1 はじめに

2007年において2兆2,170億ドルのピークに達した後、世界の対外直接投資（Outbound Foreign Direct Investment: 以下OFDI）はグローバル金融・経済危機を背景としてその後大幅に減少し、2008年には1兆9,230億ドル、2009年には1兆1,189億ドルへと半減した（UNCTAD, 2011）。こうしたグローバル・レベルでのOFDIの激減にもかかわらず、中国のOFDIは2007年の265億ドルから2008年には559億ドルへ、2009年では565億ドル、さらに2010年では688億ドルへと逆に急増し、2010年において中国は日本を抜いて世界第5位の投資国へ躍進した。⁽¹⁾ ある意味で、中国の対外直接投資は、ここ数年ブームに沸いていたと言えよう。

こうした背景の下、金額的には依然限定的であるものの、M&Aを軸とした中国企業による対日直接投資案件が急増している。例えば、2010年3月の電池・自動車メーカー比亞迪（BYD）による国内金型製造最大手のオギハラ（2009年3月、タイの自動車部品大手サミット・オートパーツ・インダストリーにより買収済み）の館林工場買収、2010年5月の中国繊維大手メーカーである山東如意科技集団によるレナウン株41%取得、2011年7月における三洋電機白物家電部門の中国ハイアール社への売却などが、巷間報道された

(1) 中華人民共和国商務部・国家統計局・国家外匯管理局『2010年度中国対外直接投資統計公報』2011年9月による。ただし、商務部公表統計は当該年度実現投資（利益再投資を含む。2003年よりOECD基準により作成・公表）と定義されているものの、UNCTAD統計と異なっている場合がある（2010年のUNCTAD計数は680億ドルである）。

その代表的事例であろう。実際、帝国データバンクによる調査によると、資源・エネルギー、金融部門における大手国有企業の大型投資といった華々しい案件は見られないものの、進出企業数そのものは近時顕著に増加しており、2005年の233社から2010年6月時点の611社へと2.6倍に増加している。⁽²⁾ また、対日M&A件数では、2010年において中国は、長年トップの座を占めてきたアメリカを抜いて首位に立った。⁽³⁾

こうした中国の対日直接投資の圧倒的大部分は卸売業やサービス業の商業投資のようであるが、⁽⁴⁾、⁽⁵⁾ 日本企業の持つ技術や経営ノウハウ、あるいはブランドといった（中国企業サイドから見れば優れた）経営資源獲得狙いの投資が増加傾向にあるようである。しかし、中国企業側の投資目的もさることながら、中国企業の対日主要投資案件をまとめた表1からも示唆されるように、ターゲット企業のほとんどが、何らかの意味で経営不振に直面していたという共通点も見逃せない。つまり、近年における中国の対外直接投資の盛行は、Krugman (1998) によって「ファイヤーセールFDI (fire-sale foreign direct investment)」と名付けられた投資の側面を強く持っているのである。そして、こうした中国の対外直接投資の急速な拡大の背景には、人民元切り上げ圧力の回避を狙った中国政府の「走出去（対外進出）」政策や商務部・外貨管理局による投資手続き・外為管理面での一連の規制緩和だけでなく、

(2) 帝国データバンク (2010a) を参照。また、その他インド・東南アジアなどの11ヶ国からなる新興経済からの進出動向については、帝国データバンク (2010b) が同様の調査結果を報告しているが、2005年の82社から2010年の120社への増加に留まり、中国企業ほどの勢いはない。

(3) レコフ四半期レポート「2010年1-12月期の日本企業のM&A動向」2011年1月25日 (https://www.recofdata.co.jp/manifo/q_report/)。なお、財務省の国際収支統計・対内直接投資統計における中国からの対日直接投資は、その大部分がオフショア金融センター経由で行われているため（注5を参照）、実態を正確には捉えていないと考えられる。

(4) 帝国データバンク (2010a) によると、2010年6月時点在日中国系企業611社のうち、323社 (53%) が卸売業、136社 (22%) がサービス業、69社 (11%) が製造業であり、これら三業種で全体の86%を占めている。

急増する中国の対外直接投資

2008年9月のリーマン・ショックを端緒とした世界的な金融・経済危機による潜在的なターゲット企業の増加という一般的な事情があることは容易に推測できる。危機の影響を比較的うまく軽減・回避してきた中国にとって、グローバル金融・経済危機はいわば千載一遇のチャンスであった可能性が高いのである。⁽⁶⁾

本稿の目的は、近年における中国の対外直接投資急拡大の背後にある諸要因の一端を理論的に整理し、若干の経済的インプリケーションを議論することである。以下、次節において中国の対外直接投資の幾つの特徴を整理した後、ファイヤー FDIの背後にある経済メカニズムを、やや抽象的にとらえる枠組みを提示し、中国のOFDI急増の背後にある要因を示唆してみたい。

(5) 中国のOFDIはその80パーセント以上が香港・シンガポール・ヴァージン諸島・ケイマン諸島などのオフショア金融センター経由で行われていること、そして最大の投資先産業が投資目的会社を含むリース・ビジネスサービス業であるため、公式統計から中国OFDIの産業（および投資先国）分布を直接推測することは難しい（Rosen and Hanemann, 2009）。しかし、2010年初に行われた大規模なサンプル調査であるChina Council for the Promotion of International Trade (2010)、Cernet and Parplies (2010)、Fontagné and Py (2010)によると、回答企業1377社のうち実際に進出している企業344社の業種別分布は先進国・発展途上国の如何を問わず製造業（先進国は78%、発展途上国は71%）であった。しかし、その進出動機および進出形態（代表事務所・販売事務所）から推測して、その多くは販売拠点を確立するための商業投資とみられる。一方、進出先に関する回答総数644件のうち、先進国向け投資件数はアジア（日本・韓国・香港 SAR・シンガポール）116件、EU17ヶ国214件、北米（米加）109件、オセアニア24件の合計463件、全体に対するシェアは72%となっており、国別上位5ヶ国はアメリカ95件、日本45件、イギリス38件、フランス37件、ドイツ36件、発展途上国のトップ投資先はベトナム23件である。このように、サンプル調査結果という限界はあるものの、実際の投資先分布は公式統計のそれと大きく異なっている。

(6) もっとも、チャンスの背後には大きなリスクが控えている。実際、鳴り物入りで行われた2004～2005年のTCLや上海汽車のビッグ・ディールは失敗に終わり、十分な国際企業経営の実績を欠いた性急な買収が必ずしも成功しないことを強く示唆している。あるいは2005年の中国海洋石油の米ユノカル買収失敗、2009年の中国アルミによるリオ・ティント権益取得の頓挫などのように、投資先国の国内事情も強く影響する。最後に、こうした失敗例に鑑みて、全く無名の四川騰中重機械によるハマー・ブランド取得案件の不認可や2008年9月のリーマン・ショック以降の金融機関によるM&A投資の損失拡大と認可厳格化のように、中国政府は投資認可段階で事前チェックを強化している模様である。

2 中国の対外直接投資

WTO加盟を直前に控えた2000年10月の第15期5中全会において、中国は企業の海外進出を奨励する「走出去」政策を決定した。そして、同政策は、翌2001年の第10期5ヶ年計画において西部大開発や都市化政策などと並ぶ四大戦略の一つに位置付けられ、現在に至っている。

こうした政策スタンスの変化を背景に、主として国有企業を中心とした中国企業の対外進出が加速した。その代表的事例が2004年のTCL集団による仏トムソン社TV事業部門の買収、仏アルカテル社携帯事業部門の買収、上海汽車による韓国双竜自動車買収、聯想集団（レノボ）によるIBMパソコン事業部門の買収、翌2005年の南京汽車による英国MGローバー買収、さらには中国石油天然汽集团公司（CNPC）・中国石油化工集团公司（SINOPEC）・中国海洋石油総公司（CNOOC）の中国石油メジャーによる海外石油・天然ガス関連投資などであり、その背後には国家開発銀行や中国輸出入銀行を経由した外貨準備資産の活用があったと推測される。

しかし、2000～2004年の期間では投資は金額的にはさほど増加しておらず、急速に増加し始めたのは規制緩和が進行した2000年代後半以降のことである（図1）。このように中国のOFDIの歴史は浅く、中国が世界のメジャー・プレイヤーとして躍り出たのはごく近々のことであると言ってよい。

こうした急増する中国のOFDIの特徴付けについて、広く受け入れられたコンセンサスがあるわけではないが、その一つの切り口は、中国が「二重の移行」経済であるという事実に着目することであろう（加藤・上原, 2011, 7）。第一に、中国が計画経済から市場経済への移行経済である点に着目すると、国有企業、なかでも「央企」と呼ばれる中央政府・機関（2003年以降は国有資産監督管理委員会）が直接管理する大手国有企業による資源・エネルギー関連投資、および金融部門を中心とした戦略的投資が、中国OFDIの中心的

急増する中国の対外直接投資

表1 近年の中国企業による日本企業の買収事例

買収公表時点	中国側企業	日本側企業	金額	概要
2001年10月	広東美的集団 (国有、家電量販)	三洋電機	23.5億円	三洋電機が広東美的集団に対して、電子レンジの基幹部品であるマイクロ波発信機の製造技術と生産設備を売却。中国企業による同部品の自社生産は初めて。
2002年1月	上海電器(集団、電気器機)	アキヤマ印刷機製造	20億	香港系投資会社モーニングサイトと共同で、民事再生法の適用を申請したアキヤマ印刷機製造を買収し、アキヤマインターナショナルを設立。中国企業による初の日本企業の再生ケース。
2003年10月	三九企業集団 (国有、製薬)	東亜製薬	3億円	東亜製薬の増資を三九集団傘下の三九本草坊医薬とハックキミサワが引受け。東亜製薬は三九集団の子会社化。
2004年8月	上海電器集団 (集団、電気機器)	池貝(工作機械)	20億円	旧池貝鉄工時の2001年、民事再生法の適用を申請。2004年民事再生手続終結。その際の第三者割当増資を上海電器が全額引き受け、株式の75%を取得して筆頭株主に。
2006年8月	尚徳太陽能電力 (民営、太陽電池)	MSK(太陽電池部材)	345億円	太陽光発電パネルの世界的メーカー尚徳太陽能電力(サンテックパワー)が建材一体型太陽電池技術を持つMSKを買収。販路や技術情報の取得が目的。
2008年4月	中国動向集団 (アパレル)	フェニックス (スポーツウェア)	5億円	スキーウェア老舗フェニックスは販売不振により2004年に産業再生機構の支援を受け、その後オリックスの傘下に入った。中国の大手アパレル中国動向集団がオリックス保有同社株式の91%および債権を1円で買収、5億円の増資に応じ、フェニックスのデザイン技術を活用して日中両国でスポーツウェアの販売を図る方針。
2009年1月	ChinaSatcom Network (ITサービス)	ターポリナックス (ITサービス)	10億円	ターポリナックスが情報通信技術・事業マネジメントを行うことにより、中国に進出している日系会社に対しデータセンター事業、IP電話事業を展開。China Satcom内に日本事業部を設立し、ターポリナックスがその運営を一括請負。

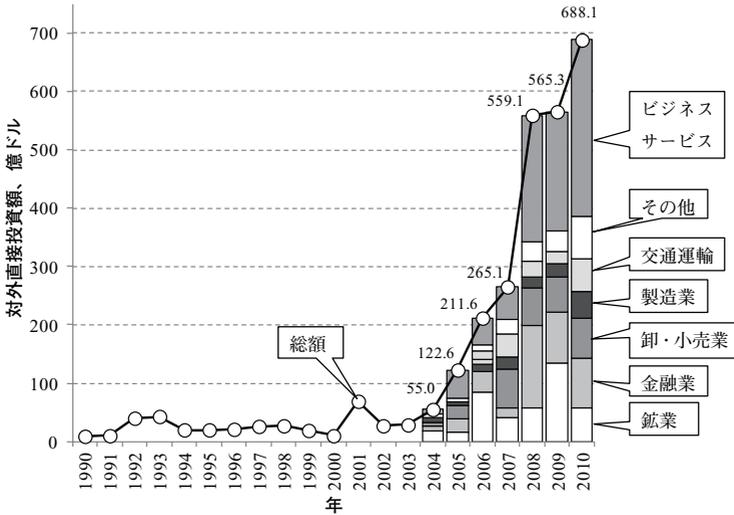
2009年4月	北京泰徳製薬 (民営、製薬)	LTTバイオフ ァーマ (製薬)	2億円	北京泰徳製薬 (1995年にLTTフ ァーマと北京中日友好病院の共 同出資で設立) が、LTTファ ーマの持ち分19.2%を買収して筆 頭株主に。医薬品・医療機器の 共同開発を行う。
2009年6月	蘇寧電気集団 (民営、家電量 販)	ラオックス (家電量販店)	19億円	中国大手家電量販店蘇寧電気 が、日本式経営ノウハウや日本 の商品情報の入手を目的とし て、経営不振にあった家電量販 店ラオックスの第三者割当増資 に応じるにより筆頭株主に。
2009年11月	神州数碼控股 (IT)	SIJ (IT)	59億円	聯想グループ傘下のIT製品販 売・システム構築大手・神州数 碼控股 (デジタル・チャイナ) がジャスダック上場ITシステム 開発会社SIJと中国市場の開拓 と資本増強を目的として包括提 携。同聯想グループ関連会社キ ング・テックと第三者割当増資 と新株引受権の引受で4割を出 資する筆頭株主に。
2009年12月	寧波韻昇 (自 動車部品)	日興電機工業 (自動車部品)	12億円	自動車部品メーカー寧波韻昇 が、いすゞ自動車系自動車部品 の日興電機工業の発行済み株式 のうち、再生ファンドが保有す る79.13%を11.7億円で買収。 日興電機工業はバブル期に新規 事業投資負担等から過剰債務を 抱え、1999年に会社更生法の適 用を受けたが、その後、リストラ 等の施策で経営再建。
2009年12月	インターナシ ョナル・オー ディオ・グル ープ (音響機 器)	ラックスマン (音響機器)	未公開	インターナショナル・オーディ オ・グループ (IAG) は中国、 米国、英国に拠点を持つ、コン シューマー用高級オーディオ製 品、プロ用高級オーディオ製品、 家電製品、照明器具などの総合 的なエレクトロニクスメーカ ー。ラックスマンを傘下に収め ることでブランドを拡充。
2010年2月	マーライオン HD (中国企業 の共同出資会 社)	本間ゴルフ (ゴルフ用品 販売)	未公開	本間ゴルフはゴルフ場経営な どの多角化を推し進めたことも 災いして資金繰りが悪化、2005 年6月、民事再生法の適用を申 請、経営破綻。マーライオン HDは本間ゴルフの株式を保有 する投資会社2社から過半数の 株式を取得して、中国での営業 体制を強化。

急増する中国の対外直接投資

2010年 3月	比亞迪 (民営、自動車・電池)	オギハラ (金型)	未公開	米著名投資家W.パフェットの出資で有名な中国電気自動車メーカー比亞迪 (BYD) が自動車金型世界最大手のオギハラが保有する4つの日本工場のうち、過剰化していた館林工場を買収。買収後も館林工場で高精度の金型を製造し、中国人社員を派遣して技術、ノウハウを吸収、中国の工場での量産に活用する方向。
2010年 5月	中信集団 (政府系金融グループ)	東山フィルム (化学)	13億円	中国政府系金融グループ中信集団公司 (CITIC、赤い資本家の第一号、榮毅仁 (05年死去、93-98年国家副主席) により創業) がジャスダック上場フィルム専門の東山フィルムを買収。上場企業M&A第一号となった。
2010年 5月	山東如意科技集団 (元国有の民営企業、繊維)	レナウン (アパレル)	40億円	2010年7月、中国繊維大手の山東如意科技集団が経営再建中のアパレルメーカー・レナウンの第三者割当増資に応じ、同社株式の41%を所得。
2010年 8月	中信集団 (政府系金融グループ)	トライウォール (梱包材生産)	6550万ドル	中信集団公司の傘下企業エイチエフHD (東京) が産業用重量梱包材メーカーのトライウォールを6550万ドルで買収する準備を進めている。
2011年 1月	聯想集団 (レノボ・グループ、民営、PC)	NEC		パソコン事業で合弁。レノボが過半出資。
2011年 2月	湖南科力遠新能源	パナソニック	約5億円	自動車用ニッケル水素電池事業買収。
2011年 2月	天馬微電子グループ	NEC		中小型液晶パネル子会社の株式7割取得。
2011年 6月	蘇寧電気集団 (民営、家電販売)	ラオックス		出資比率引き上げにより子会社化、中国本土に出店。
2011年 7月	海爾集団 (ハイアール)	パナソニック		パナソニック子会社三洋電機の洗濯機・冷蔵庫事業売却。

資料) 人民日報日本語版 (<http://j.people.com.cn>、2010年8月23日アクセス)、日本経済新聞報道その他より作成した。

図1 中国の対外直接投資



注) 2001年以前はUNCTAD計数。2006年より金融業を含む。業種別投資額データは2004年から利用可能であり、ビジネスサービスには第三国向け投資目的会社を含んでいる。交通運輸産業の投資は主として海運業投資である。数字は金融業を含む投資総額を表す。

資料) 中国商務部・国家統計局・外匯管理局『中国対外直接投資統計公報』2010年。

部分を占めてきたという事実が重要である。⁽⁷⁾ 表2は、中国のOFDIを担う企業の所有制別投資構成を①投資残高シェア、②投資企業数シェアの二つの尺度により整理したものであるが、この表が示しているように、企業数シェアでは大きく低下している中で、投資残高面での国有企業の圧倒的重要性は明らかであり、2010年末時点においてもそのシェアは66.2%を占めている。特

急増する中国の対外直接投資

表2 中国の所有制形態別対外直接投資

A. 所有制形態別非金融投資残高構成比

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
国有企業	-	-	-	81.0	71.0	69.6	69.2	66.2
有限責任公司	-	-	-	-	20.3	20.1	22.0	23.6
株式有限会社	-	-	-	-	5.1	6.6	5.6	6.1
株式合作企業	-	-	-	-	1.2	1.2	1.0	1.1
私営企業	-	-	-	1.0		1.0	1.0	1.5
集体企業	-	-	-	-	0.4	0.4	0.3	0.2
外商投資企業	-	-	-	-	0.8	0.8	0.5	0.7
港澳台商投資企業	-	-	-	-		0.1	0.1	0.1
その他	-	-	-	-	-	0.2	0.3	0.5
備考：中央企業・単位	-	85.5	83.7	82.1	81.6	81.3	80.2	77.0

B. 対外投資企業登記分類別投資構成比（企業数シェア）

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
国有企業	43.0	35.0	29.0	26.0	19.7	16.1	13.4	10.2
有限責任公司	22.0	30.0	32.0	33.0	43.3	50.2	57.7	57.1
株式有限会社	11.0	10.0	12.0	11.0	10.2	8.8	7.2	7.0
株式合作企業	4.0	3.0	4.0	9.0	7.8	6.5	4.9	4.6
私営企業	10.0	12.0	13.0	12.0	11.0	9.4	7.5	8.2
集体企業	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.5	1.2	1.1
外商投資企業	5.0	5.0	5.0	4.0	3.7	3.5	3.1	3.2
港澳台商投資企業	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.8	1.8	2.0
その他	1.0	1.0	1.0	1.0	0.7	2.2	3.2	6.6
備考：中央企業・単位	-	-	-	11.0	10.3	5.6	4.9	5.0

注) 所有制別投資残高シェアは2007年版公報より公表が始まっている。2007年の株式合作企業と私営企業、外商投資企業と港澳台商投資企業はそれぞれ一括されており、分離できない。

資料) 中華人民共和國商務部・国家統計局・国家外匯管理局『対外直接投資統計公報』2003～2010年版。

に、備考欄において示されているように、央企による投資が現時点でも圧倒的重要性を持っていることはほぼ間違いないようである。よく知られているように、1990年代後半以降の国有企業改革の結果として国有部門の就業者数は大幅に減少し、現時点では中国全就業者のわずか8%を占めるにすぎないポジションまでに後退している。それにもかかわらず、同部門の行う固定資産投資は中国国内投資の5割以上を占めているのが現状であり（Brandt and Zhu, 2010）⁽⁸⁾ この中国独特の資源配分の特徴が対外直接投資面においてより強く現れているのである。

このように、中国のOFDIの最大の特徴は国有部門の圧倒的重要性であると考えられるものの、その一方で、非国有企業の海外進出がトレンドとして増加していることも指摘しておく必要がある。実際、表2の企業数シェアで観察する限り、国有企業のシェアは2003年の43パーセントから、2010年には10.2%へと大幅に減少しており、企業数の面では既に非国有部門が支配的地位を占めるに至っている。ただし、金額シェアと企業数シェアの推移のギャップが大きいことが示唆するように、民間企業の一件当たりの平均投資金額は国有部門のそれに比べて格段に小さいようである。⁽⁹⁾

もっとも、中国の民間企業の躍進は、1997年9月の第15回党大会における

(7) 『対外直接投資統計公報』においてOFDI上位50社が毎年公表されており、それによると、2010年末投資残高トップ3社は中国石油化工集団、中国石油天然気集団、および中国海洋石油総公司の中国石油メジャー3社であり、トップ10社はすべて央企によって占められている。その他の企業もほとんどが央企か鉄鋼・自動車メーカーのような地方大型国有企業や国有投資信託会社であり、民間企業は浙江吉利控股集团、聯想控股集团、および華為科技集団の3社に過ぎない。

(8) ただし、公式統計では、国有・国家支配株式制企業投資の都市部固定資産投資に占めるシェアは2010年時点で42.3%であるので（国家統計局データによる）、Brandt and Zhu (2010)は株式制企業のほとんどを実質的な国有部門とみなしていると推測される。しかし、株式制企業の算入基準の差を別としても、現在でも投資・金融面での国有部門の圧倒的重要性は否定すべくもなく、2008年11月以降の大型景気対策の下で公共工事の入札が国有企業によってほぼ独占されるなどの「国進民退」が進行している事実によって強く反映されている。

急増する中国の対外直接投資

非公有制経済部門の公式認知と1999年3月の憲法改正（非国有経済を「社会主義市場経済の重要な構成部分」と規定）からのことであり、これまたその歴史が浅い。つまり、戦前期を含む超長期的視点ではともかく、市場経済としての歴史の浅さを反映して、中国は依然、発展途上国としての側面を強く持っているのである。その結果として、「優れた経営資源の企業内海外移転」という海外直接投資の最も重要な特性がそのOFDIの足跡に顕在化し難く、①国有部門の資源・エネルギー・金融投資を除くと、最大の投資分野は（貿易円滑化のための）流通・サービス業投資である、②製造業投資は、発展途上国向けについては繊維・電気において生産移管型が多数見られるものの、先進国向けについては立地上の優位性の欠如のため、その多くがM&Aによる広い意味での技術・ノウハウ・ブランド獲得を主目的としている、というかつての日本や韓国のOFDIのパターンと類似した構造を示している（Blonigen, 1997; Buckley et. al., 2007; CCPIT, 2010; Cernat and Parplies, 2010; Cheng and Ma, 2010; Cheung and Qian, 2009; Fontagné and Py, 2010; Fung et al., 2009）。⁽¹⁰⁾ このように、中国のOFDIは、発展途上国からの移行という中国経済の第二の特徴を強く反映しており、依然その初期段階にあると見られる。

しかし、中国のOFDIの急増は、「海外直接投資は主として先進国間の、あ

(9) Mayer and Ottaviano (2007), 若杉他 (2008)の「幸福なる少数(the happy few)」(貿易・直接投資を行う企業は国内企業に比べて規模・収益・生産性で優越している現象)は、中国の場合、貿易面では顕著でないものの、対外直接投資企業について、少なくとも規模の面で妥当するようである (CCPIT, 2010; Cernat and Parplies, 2010; Fontagné and Py, 2010)。

(10) かつての日本のOFDIも、1960年代は融資買収方式による銅鉱山権益取得、エネルギー・資源価格が高騰した1970年代はエネルギー・資源開発投資の盛行という現在の中国のOFDIと似たような特徴を持っていた。また、主要投資分野は輸出ネットワークを補完するための商業分野であり、製造業は繊維・雑貨類・自動車分野の対発展途上国向け投資であった。そして、欧米の先進国向け投資が本格化するのには1980年代からのことである（当初は貿易摩擦対応、その後は円高対応が主要動機であった）。

るいは先進国から発展途上国への現象」という伝統的通念を覆すものでもある。事実、中国は1992年の南巡講話以降の対内直接投資の急増により、現在アメリカに続いて世界第二位の投資受け入れ国であるだけでなく、冒頭指摘したように、既に世界第五位の対外直接投資国に躍進している。そして、近い将来において投資額は2009年の2倍に迫る1,000億ドルに増加し、2015年には対内直接投資を抜く水準に達する可能性さえ指摘されているのである(中国産業海外発展計画協会の予測、日本経済新聞2010年8月25日付け報道)。

こうした2000年代以降の中国のOFDIの急増は、制度面からも推し進められてきた(表3を参照)。特に規制緩和は2004年後半に集中しており、同年7月に、67ヶ国の国毎に5産業にわたる投資奨励業種を明示した「対外投資国別産業指導目録」が公表された。同時に国務院「投資体制改革の決定について」が公となり、対外直接投資の認可手続き面での規制緩和についての大枠が示された。その後、この国務院の決定に沿って投資認可手続き面での地方分権化が推進され、2004年10月に商務部の規制緩和が(中央政府管理企業は商務部が認可、それ以外の地方企業等の認可手続きを省・直轄市レベル商務行政主管部門に移管)、同じく同月に国家発展改革委員会の規制緩和(同委員会の認可が必要な投資案件金額を従来の100万ドルから1000万ドルへ引き上げ、基準金額に達しない案件の認可は省レベルの国家発展改革委員会に移管)がそれぞれスタートした。

一方、外国為替管理面では、2002年に始まった認可手続き面での地方分権化(試験地域における投資案件の認可を中央から地方の外貨管理局へ移管)をその後暫次拡充し、2006年7月には地方外貨管理局が認可する投資枠を撤廃、限度枠を定めず海外投資に対する外貨購入を認める制度に移行した。また2004年末から2005年初にかけて国家開発銀行、中国輸出入銀行および中国輸出信用保証公司による対外直接投資向け融資・リスク保証体制が構築され、主として国有企業による大型投資案件を、外貨準備を活用して資金面・リス

急増する中国の対外直接投資

表3 中国の対外直接投資関連規制緩和

年 月	内 容
商務部関連	
2004年10月	・認可手続きの分権化を実施（商務部令2004年第16号「対外投資設立企業の認可事項に関する規定について（関干境外投資開弁企業核准事項の規定）」）。中央政府管理企業は商務部が認可、それ以外の地方企業等の認可手続きを省・直轄市レベル商務行政主管部門に移管。
2009年5月	・認可手続きの一層の簡素化・分権化を実施（商務部令2009年第5号「対外投資管理弁法（境外投資管理弁法）」）。投資額1億ドル以上の案件、国交の無い国・指定国地域および複数国にまたがる投資案件は商務部が認可。投資額が1千万ドル以上から1億ドル未満の案件、エネルギー・鉱業案件は省級商務主管部門が認可。投資額が1千万ドル未満でかつ上記の基準を満たさない案件については、特別認可手続きに従う。その際、申請は商務部担当部署（地方企業は商務部地方部署、中央政府管理企業は商務部中央部署）で電子媒体により行うことができ、3営業日以内に行われる。認可された場合、企業は対外投資許可証を取得し、外貨購入や銀行融資といったその他の目的のために2年間使用できる。
外貨管理局関連	
2002年	・広東・江蘇省など6省を試験地域として、2億ドルの投資枠の下で100万ドル以下の投資案件の認可を中央から地方の外貨管理局へ移管（その後、暫時試験地域と投資枠を拡大）。
2003年10月	・地方外貨管理局の認可する対外投資案件を300万ドル以下へ引き上げ（国家外貨管理局発布2003年120号「対外投資の外貨管理政策をさらに一步深化させることに関する通知（国家外匯管理局関干進一步深化境外投資外匯管理改革有關問題的通知）」）。
2005年5月	・対象を24省・市から全国に拡大し、投資枠も年間30億ドルから50億ドルへ引き上げ。また、地方外貨管理局が認可する投資金額を300万ドル以下から1000万ドル以下へ引き上げ（国家外貨管理局発布2005年35号「対外投資を拡大する外貨管理改革のテストケースに関する問題に関する国家外貨管理局の通知（国家外匯管理局関干拡大境外投資外匯管理改革試点有關問題的通知）」）。
2006年7月	・地方外貨管理局認可投資枠を撤廃、限度枠を定めず海外投資に対する外貨購入を認める（国家外貨管理局発布2006年27号「一部の対外投資の外貨管理政策を調整することに関する外貨管理局の通知（外匯管理局関干調整部分境外投資外匯管理政策的的通知）」）。
2009年8月	・海外子会社に対する貸出規制の緩和（国家外貨管理局発布2009年24号「国内企業の国外貸出の外貨管理に関する通知（関干境内企業境外放款外匯管理有關問題的通知）」）。在外子会社の資金調達を容易にするため、資本関係や経営健全性、法令順守などの要件の下で、国内企業が海外子会社に対して持ち分の30パーセント、現地投資額を上限として貸出を行うことを認め、その資金も自己保有外貨資金だけでなく人民元を代価とした購入外貨資金に拡大。
2009年8月	・対外直接投資に関連した外貨管理規制の緩和（国家外貨管理局発布2009年30号「国内機関対外直接投資外貨管理規定の通知（境内機構境外直接投資外匯管理規定的通知）」）。対外直接投資に使用を許可された資金源として、輸出等により稼得した自己保有外貨に加えて、人民元を代価として取得された外貨、および対外投資による得られた所得・内部留保利益なども可能とする。また、対外投資に使用する外貨の認可方式を事前審査方式から事後登録方式に簡素化。

その他	
2004年7月	・商務部・外交部「対外投資国別産業指導目録」公表（商務部、外交部関干発布<対外投資国別産業導向目録>的通知）。67ヶ国（アジア23ヶ国、アフリカ13ヶ国、欧州15ヶ国、アメリカ大陸11ヶ国、大洋州5ヶ国）の個々の国について、5産業（農林水産業、鉱業、製造業、サービス業、その他）にわたる奨励業種をリストアップし、対外投資の重点項目を定める。
2004年7月	・國務院「投資体制改革の決定について」（国発〔2004〕20号「國務院関干投資体制改革の決定」）を公表。対外投資の認可体制について、資源開発投資については3000万ドル以上の案件、非資源開発投資については1000万ドル以上の案件の認可については国家發展改革委員会が行う。それ以外の投資案件については、中央管理企業は國家發展改革委員会および商務部が、その他は地方政府関連部署が担当することを定める。また、金融業を除く国内企業の対外投資については商務部の認可が必要と定める。
2004年10月	・國家發展改革委員会（發展改革委令第21号）「対外投資項目認可暫定管理弁法（境外投資項目核准暫行管理弁法）」公布。同委員会の認可が必要な投資案件金額を資源関連投資は3000万ドル以上（2億ドル以上の場合、同委員会の審査後、國務院が認可）、その他投資案件については従来の100万ドルから1000万ドルへ引き上げ（5000万ドル以上の案件は、同委員会の審査後、國務院が認可）。基準金額に達しない案件の認可は省レベルの國家發展改革委員会が行う。
2004年10月	・國家發展改革委員会・中国輸出輸入銀行による國家重点項目対外投資に対する優遇条件での外貨融資制度開始（國家發展改革委・中国輸出輸入銀行「國家が奨励する対外投資重点項目に対して融資支援を供与することに関する通知（関干國家鼓勵的境外投資重点項目給予信貸支持政策的通知）」）。
2005年1月	・國家發展改革委員会・中国輸出信用保險公司「対外投資重点項目のリスク保証制度設立に関連した問題に関する通知（関干建立境外投資重点項目危險保障機制有關問題的通知）」発表。國が奨励する対外投資重点項目向けの投資情報、リスク評価、リスク管理および投資保險などの投資リスク保証業務を開始。
2005年9月	・國家發展改革委員会・中国国家開發銀行による國家重点項目対外投資に対する優遇条件での外貨融資制度開始（國家發展改革委・國家開發銀行（発改外資〔2005〕1838号）「対外投資の重点項目に対する融資支援をさらに強化することに関連した問題に関する通知（関干進一步加強境外投資重点項目融資支持有關問題的通知）」）。
2006年	・「海外經濟貿易合作区（中国企業工業団地）」の建設本格化（2006年11月、「バキスタン・ハイアール・ルーバ經濟区」が第一号合作区として着工、翌2007年2月には「ザンビア・中国經濟貿易合作区」着工）。
2008年12月	・銀行業監督管理委員会（銀監發〔2008〕84号）「商業銀行のM&Aローンのリスク管理マニュアル（商業銀行併購貸款危險管理指引）」に関する通知を發出。商業銀行による企業向けM&A貸出を一定の財務基準の達成を条件に認める。

注) 年月は法令等の施行日を基準としている。

資料) 中国国家發展改革委員会・商務部・外貨管理局ホームページ。

急増する中国の対外直接投資

ク保証面から支援する体制が整備された。中国では国有部門への銀行融資の優遇配分（あるいは株式・社債市場における国有企業優先）という金融の「政治的順序付け（political pecking order）」の存在が指摘されてきたが（Hale and Long, 2010; Héricourt and Poncet, 2007; Poncet, Steingress and Vandebussche, 2009）、OFDIについても同様の特徴が見られる可能性が高いのである。⁽¹¹⁾ また、2005年以降の中国OFDIの急増も、こうした規制緩和を反映しているものとみられる。

その後、2009年に第二の規制緩和の波が到来し、同年5月には商務部の認可手続き面での地方分権化が一層推し進められた。また、同年8月からは外為管理面での規制緩和が実施され、外貨資金調達面からの投資促進がさらに強化された。世界金融危機後の資源価格急落によって苦境にさらされた資源関連企業、あるいは財務困難に直面する金融機関の続出といった格好のファイヤーセールFDIの機会拡大に、いわば背中を押された形の規制緩和であったと言える。このように、「流入面では比較的寛容、流出面では厳格」という中国の資本取引規制の一般的特徴は依然堅持されているものの、対外直接投資面での規制緩和は着実に進展している。

(11) この金融の不完全性のため、中国のOFDIには国内金融機能不全を克服することを動機とした案件が少なからず含まれているとみられる（理論分析としてJu and Wei (2010) は示唆的である）。実際、対中国対内直接投資のかなりの部分が本土企業の迂回投資であるとの指摘は、従来より行われてきた。また、香港を含む海外株式市場に上場するために、現地上場企業を買収することによって中国取得企業に対する上場審査を回避する「裏口上場」と呼ばれる手法もその一例と考えられ、この迂回上場に伴う会計上のトラブルが近年頻発している模様である（日本経済新聞2011年6月19日付け報道）。国有企業が主力であるとともに発展途上国としての顔を持つという上記の二つの特徴に加えて、ある意味ではこうした金融不完全性を克服するためのOFDIが、第三の「中国的」特徴と言えるのかもしれない。

3 過剰債務問題とファイヤーセールFDI

では、ここ数年における中国OFDIの急増をどのように理解すればよいのであろうか？直接投資の経済的動機は多様であり、一つの枠組みですべてを捉えることは難しい。そこで、本稿ではそのうち、特に近年顕著と考えられるファイヤーセールFDIに焦点を絞ってそのメカニズムを考察し、あわせて中国のOFDI急増の原因の一端について、一つの理論的示唆を行ってみたい。⁽¹²⁾

a 過剰債務問題

そのため、 $T=0, 1, 2$ の三つの期間を想定し、自国（例えば日本）と外国（中国）の二つの国を考える。自国では $T=0$ において E_0 の自己資金を保有する企業が投資を行う。各企業の保有する投資案件は、 $T=0$ での限界的1単位の投資により、 $T=1$ において、確率 p で α_1 の粗収益を生むが、残り $1-p$ の確率で収益はゼロである。そして、自国企業は同質的で多数存在し、その総数を F とおく（所与とする）。このとき、大数の法則により $T=1$ において投資に成功する企業数は pF 、失敗する企業数は $(1-p)F$ であり、 p の低下を金融・経済危機の深刻化と捉えることができよう。

投資を行うに際して、自国企業は内部資金と外部借入れによりファイナンスを行う。ただし、借り手企業は事後のモラル・ハザードや契約の不完全性のために投資収益の $100k$ パーセント（ $1 > k > 0$ ）しか返済を保証できない。⁽¹³⁾いま、 $T=0$ における企業の予定投資額を I_0 、借入額を D_0 、1プラス金利（以

(12) Acharya, Shin and Yorulmazer (2008) は、株式ファイナンスによる投資所要資金の調達困難と一国全体としての流動性制約という本稿とは異なる環境設定により、ファイヤーセールFDIの理論的可能性を示している。また、ファイナンス面に焦点を当てた資産のファイヤーセール一般に関するサーベイについては、Shleifer and Vishny (2011) が有益である。

下金利と略記する) を R とすると、この借入制約は

$$D_0 \leq k \frac{p\alpha_1 I_0}{R}$$

と表せる。ここで $I_0 = E_0 + D_0$ であるので、 $\theta = kp\alpha_1 R / (1 - kp\alpha_1 / R)$ と新たに記号を定義すると、借入制約式は

$$I_0 \leq (1 + \theta) E_0$$

と書き変えることができる。以下、分析を有意味にするために、 $\alpha_1 > R > kp\alpha_1$ を仮定する。このとき θ は正值($\theta > 0$)であり、以下において、このパラメータを単に「レバレッジ」と呼ぶことにする。

借入制約の下で、企業は期待収益を最大にするように $T=0$ における投資を決定する。有限責任ルールの下では、 $\alpha_1 > R$ である限り借入制約限度まで借り入れることが有利であるので、 $T=0$ における投資は $I_0 = (1 + \theta) E_0$ の水準に決定される。このとき外部負債は $D_0 = \theta E_0$ となる。

さて、 $T=1$ になると、 pF の企業が投資に成功し、その正味資産は $E_1 = \alpha_1 I_0 - RD_0 = [\alpha_1 + (\alpha_1 - R)\theta] E_0$ に成長する。明らかに、レバレッジが高いほどその増加は大きい。一方、残り $(1 - p)F$ の企業は投資に失敗し、 $RD_0 = R\theta E_0$ の債務を残すことになる。なお、記号の煩雑化を避けるために、以下では

(13) その最もポピュラーな正当化は、Holmström and Tirole (1997) によるそれである。いま、投資プロジェクトの成功確率は企業の内部努力に依存し、それが十分に行われる場合には p であるが、その努力が行われないことによって p' に低下すると仮定しよう。ただし、企業努力がない場合、企業にとって私的な便益 $B > 0$ が発生するものとする。この借り手のモラル・ハザードを回避するためには、 M の金額の報酬が必要であり、その大きさは、誘因両立性条件 $pM \geq p'M + B$ を満たす最小値 $M = B / (p - p') > 0$ に決定される。したがって、 $k = 1 - M/R$ と考えればよい。なお、その他の理論的正当化の例（および関連文献）は青木（2009）に示されている。

残存債務を $D_1=RD_0$ と記すことにする。

しかし、企業を清算するのではなく、 $T=1$ において所与の I_1 のリストラ投資を追加的に実施すれば、 $T=1$ において $\alpha_2 I_1$ の粗収益を見込めると考えよう⁽¹⁴⁾。ここで $\alpha_2 > R$ を仮定する。したがって、リストラ投資の正味現在価値は

$$NPV = \frac{\alpha_2 I_1}{R} - I_1 > 0$$

である。しかし、それから残存債務（の繰り延べ額）を控除した

$$NPV^D = NPV - D_1 \tag{2}$$

が正值とは限らない。いま、 NPV^D がマイナスという意味で残存債務が過剰であったとしよう。このとき、リストラ投資から得られる収益 $\alpha_2 - RD_1/I_1$ は R に及ばないので、リストラ投資のファイナンスに応じることの可能な投資家を見出すことは困難である。このように、リストラ投資の残存債務を控除した後の純現在価値 NPV^D をマイナスにするほどの過剰な債務が残存するとき、残存債務の返済に先順位があるため、効率的な投資が阻まれてしまうのである。⁽¹⁵⁾

b シナジー効果と越境M&A

(14) I_1 は所与と仮定するが、例えば生産関数を $G(I)$ 、 $G'(\cdot) > 0$ 、 $G''(\cdot) < 0$ と仮定すると、潜在的に最適ナリストラ投資水準は $G'(I)=R$ から決定され、 $G'(0) > R$ を仮定するとそれは正の特定的水準となる。ここでの I_1 は、そのようにして決まる最適リストラ投資額と考えておけばよい。なお、不確実性は本質的ではないので、リストラ投資の収益は確実に仮定する。

こうした過剰債務問題を抱える国内企業が存在するとき、特別の理由がない限り、リストラ投資のファイナンスに応じる投資家は国内からは現れないかもしれない。しかし、同じ産業に属する外国企業にとって、こうした経営困難に直面する先進国企業の買収からメリットが生じうる。⁽¹⁶⁾ 特に、発展途上国企業のような経営資源の蓄積が十分でない企業にとって、財務困難に陥ってはいるものの、それが保有する（市場取引が困難な）技術や経営ノウハウあるいはブランドといった無形資産の取得と移転が本国での企業収益を高める可能性がある。

単純化のため、 $T=1$ において外国企業は外国通貨で測って E^* の自己資本を保有し、投資 I^* を行うと α^*I^* の粗収益を得るものとしよう。なお、単純化のため、 I^* は所与と仮定する。しかし、自国の企業を買収することにより無形資産の移転を受けることができれば、その収益を $(\alpha^*+\beta^*)I^*$ へ高めることができるものとしよう⁽¹⁷⁾。ここで、 β^*I^* がシナジー効果であり、この移転される無形資産から見込まれる収益増加は外国通貨建てで発生するが、自国企業の買収は自国通貨で行われると仮定する。したがって、シナジー効果を含めた純現在価値

$$NPV^* = NPV^D + \frac{e\beta^*I^*}{R} = NPV + \left\{ \frac{e\beta^*I^*}{R} - D_1 \right\} \quad (3)$$

が正值であれば、外国企業による買収はターゲット・バイヤー双方に利益を

(15) 正確には債権者による債権放棄や債務の株式交換による既存債務の削減により困難を解決可能な場合がありうる。しかしここでは債権者間のホールドアップ問題などにより、この代替的な解決策は実行不可能と仮定して分析を進めている。

(16) Almeida et al. (2011) は、流動性危機に直面した企業をターゲットとした同業種企業によるM&Aを「流動性合併 (liquidity mergers)」と呼び、①企業資産が産業特殊的で産業特殊レントが大きい、②資産が企業特殊的でない（したがって買収企業がターゲット企業を効率的に運営可能な）場合にこのタイプのM&Aが起こり易いことを示している。

(17) 単純化のため、無形資産の移転による投資収益増加は加法分解的と仮定している。

もたらしうる。ここで、 e は外国通貨一単位の自国通貨価格と定義される為替レートであり、単純化のため静学的予想形成を仮定している。⁽¹⁸⁾

ただし、外国企業もやはり借入制約に直面している。いま、外国企業のレバレッジを $\theta^* > 0$ と定義し、これはパラメータと仮定しよう。そして、 Q を自国企業の自国通貨表示買収価格とする（1企業のみを購入すると仮定する）。このとき、外国企業の借入制約は $I^* + \theta^*(Q + I_1 + D_1) / e \leq (1 + \theta^*)E^*$ である。⁽¹⁹⁾ 単純化のため、企業の清算価値はゼロと仮定しよう。また、清算されると企業固有の無形資産が四散するため、一度清算して過剰債務を解消し、その上で企業資産を購入することによって無形資産を獲得するという戦略は実行可能でないと仮定する。このとき、買収交渉がまとまらなければ、自国企業は破産するので、株主の取り分はゼロである（つまり債務不履行により企業資産は債権者に移転される）。したがって、買収交渉から得られる株主の追加的利益は買収価格 Q に一致する。

一方、買い手企業にとっての追加的利益は $NPV^* - Q$ である。買収交渉にナッシュ交渉解を適用すると、買収価格 Q は追加利益の積 $P = Q \times (NPV^* - Q)$ を借入制約 $Q + I_1 + D_1 \leq eW^*$ の下で最大化するように決定される。ここで $W^* = (1 + \theta^*)E^* - I^*$ と定義されており、以下ではこれを単に外国企業の投資可能資金量と呼ぶことにする。この最適化問題を解くと、

$$\begin{aligned} Q &= NPV^* / 2 && \text{for } NPV^* / 2 \leq eW^* - (I_1 + D_1) \\ &= eW^* - (I_1 + D_1) && \text{for } 0 < eW^* - (I_1 + D_1) < NPV^* / 2 \quad (4) \\ &= \text{取引が成立せず} && \text{for } eW^* \leq I_1 + D_1 \end{aligned}$$

(18) 将来の予想為替レートを $e_t = (1 + g)e$ と置くと (g は予想減価率)、 $1 + g$ が β^* に含まれていると考えてもよい。

(19) 買収後、残存債務 D_1 は継承され、とりえず返済されると仮定している。なお、債務の猶予交渉の可能性も考慮しうるが、債務返済が将来に繰り延べられると考えても基本的な結論は変わらない。

急増する中国の対外直接投資

を得る。外国企業が借入制約に直面しない場合、買収価格 Q は①シナジー効果 $(e\beta^*/R)I^*$ が大きいほど、②過剰債務 D_1 が少ないほど高くなる。また、シナジー効果を含めたターゲット企業の総企業価値は

$$NPV_{potential} = NPV + \frac{e\beta^*I^*}{R} > NPV^*$$

であるので、 $NPV_{potential} > Q$ という関係を得る。⁽²⁰⁾ この場合、リストラによって増加した本源的な企業価値とシナジー効果評価額の合計を下回る価格で企業資産が売却されているという意味で、「投げ売り (fire-sale)」が行われているのである。

このように、越境M&Aが成立する一つの要件は過剰債務問題を克服するに十分なシナジー効果の存在であるが、もう一つの要件は、買い手の資金制約である。実際、(4)式が示しているように、買い手企業が借入制約によって十分な投資資金を調達可能でないとき、越境M&Aは成立しない。

この簡単な枠組みにおいて、為替レートが越境M&Aを左右する一因であることは明らかである。例えば、外国通貨が本国通貨に対して増価した (e が上昇した) と仮定しよう。すると外国企業にとってシナジー効果の評価額が大きくなるので、買収交渉のメリットが増加する。⁽²¹⁾ 第二に、投資可能資金量そのものの評価額も増加するため、資金制約が緩み、この面からも買収交渉の成功可能性が高まる (Froot and Stein, 1991)。ファイヤーセールFDIの成立のカギは、買い手のファイナンス面の優位性にあると言えよう。

(20) $NPV/2 > |(e\beta^*/R)I^* - D_1|$ のとき、さらに $NPV > Q$ が成立する。

(21) 本国企業特殊資産の取得には外国為替取引が伴うものの、その企業内移転には外国為替取引が伴わないため、外国通貨の増価により越境 M&A が促進される可能性が高まるという論点は Blonigen (1997) によって強調されている。

c 二つの要因

いま、外国企業の正味資産の分布を $E^* \sim \text{Uni}[E^*_L, E^*_U]$ と仮定してみよう。そして $eW^* = I_1 + D_1$ という関係を満たすそれを E^*_V と置く。このとき、外国企業のうち $\delta = (E^*_U - E^*_V) / (E^*_U - E^*_L)$ が実際に投資可能な企業である。したがって、外国企業総数を F^* とすると、 $\text{Min}\{(1-p)F, \delta F^*\}$ が越境M&A件数となる。

以上の簡単な考察により、近年における中国のOFDI急増の背後にある要因を整理可能である。その第一は、 p の低下によって捉えられる世界的な金融・経済危機を背景としたターゲット企業の増加であり、この要因はいわばOFDI急増の供給サイド要因と言うことができよう。しかし、いくら供給が増加しても、需要がそれに見合わないかぎりOFDIは増加しようがない。この点で最も重要であるのが、シナジー効果を活かせる企業の資金制約の緩和であったと考えられる。実際、企業成長により内部キャッシュフローの分布 $\text{Uni}[E^*_L, E^*_U]$ が右側へシフトすれば、投資可能企業数 δF^* が増加する。また、外為規制によって従来自己資金を対外投資に充当できなかったが、規制緩和によりそれが容易となったこともOFDI増加の要因であったと考えられる。第三に、国有企業に対する外貨資金の優遇供与もOFDI急増にかなりの程度寄与していると考えられ、この効果は買い手のレバレッジ θ^* の上昇によって捉えることができよう。既説のように、中国の対外直接投資の特徴の一つは国有企業によるOFDIの圧倒的重要性であるが、その最大の要因は、おそらく（国家戦略を背景とした）国有企業に対する金融支援であると考えられる。

第四に、対内直接投資のスピルオーバー効果の実証分析結果からも示唆されるように、⁽²²⁾シナジー効果は国有部門よりも新規成長分野で台頭した非国有部門で顕著であるかもしれない。もしそうだとしたら、非国有企業の資金

制約の緩和は中国OFDI急増の最も重要な要因である可能性が高い。なお、シナジー効果を適当に解釈すれば、以上のファイヤーセールFDI仮説は資源開発や金融投資についてもかなりの程度妥当すると考えられる。⁽²³⁾ いずれにしても、2008年以降の中国OFDI急増の主因は、世界的な金融・経済危機に伴うターゲット企業の急増と、中国企業のファイナンス制約の緩和の二つに集約できるのではなからうか？中国のOFDIの展開は、本国において蓄積された優れた経営資源の企業内海外移転という対外直接投資のメインストリームからは、依然距離があるように思われるのである。

(22) 中国における対内直接投資のスピルオーバー効果を2000～2006年の企業レベルデータで実証的に分析した最初の論文であるHale and Long (2010)によると、水平的スピルオーバー効果は産業毎に正負が混合しており明確なことは言えないものの、垂直的スピルオーバー効果については前方・後方連関ともに正であるケースが多く、しかも国有部門ではなく民間部門で有意なスピルオーバー効果が観察されることを報告している(より集計レベルの分析であるが、研究開発面にまで言及した分析としてIto et al. (2010)も参照)。

(23) 資源開発は資源供給企業の寡占的行動(例えば、輸入鉄鉱石供給のBHPピリトン、リオ・ティント、ヴァーレの3社への寡占化と価格交渉力の高まり)によるレント・シフトのリスク軽減、金融の場合、本国取引先企業の海外進出に伴う信用補完効果をそれぞれシナジー効果と置き換えて理解すればよい。なお、中国石油メジャーによる近年の海外投資一般については郭(2011)、Jiang and Sinton (2011)が有益であり、国有石油メジャーと中国開発銀行・中国輸出入銀行の連携による中国資源開発・権益取得投資が実質的なファイヤーセールFDIの要素を持っていることが示唆されている。

ちなみに、2009年2月の中国非鉄最大手の央企・中国アルミが英豪系リオ・ティントの195億の追加出資により、出資比率を9.3%から18%へ引き上げる提案を行った案件は、中国OFDIの基本的性格を最もよく表していると考えられる。事実、リオ・ティントは2007年のカナダ・アルミ大手アルキャン買収により400億ドルの有利子負債を抱えた後、リーマン・ショックを契機とした資源価格下落により急速にその財務状態を悪化させていた。中国アルミはこのタイミングを捉えて出資比率引き上げ提案を行ったのである。そして、その投資はシンガポールに設立された中国アルミの投資目的会社経由で行われる予定であった(結局のところリオの株主による反対によって破談となった)。中国の公式統計では資源開発投資は2010年で金融を含む全投資の僅か8パーセントの57億ドルとしか記録されていないが、香港やシンガポールなどに設立された投資子会社経由で資源開発投資が行われているため、その実態が不鮮明になっているのである。

4 おわりに

本稿は、中国のOFDIの特徴を「二重の移行」という視点から、①国有企業の優越性と②レイトカマー投資国という二点に整理した後、⁽²⁴⁾ 2004年後半以降の中国OFDIの急増の背景として、同時期から急速に進展した規制緩和があったことを説明した。しかし、図1が示しているように、中国のOFDIの増加ペースは明らかにグローバル金融・経済危機が深刻化した2008年からさらに加速している。

こうした近年における中国の対外直接投資の加速化を説明するため、本稿はファイヤーセールFDIという直接投資論に着目し、①グローバル金融・経済危機により財務困難に直面するターゲット企業が急増したこと、および②中国企業の財務面での優位性の顕在化、という二点に照準を合わせた一つの理論枠組みの骨格を示した。残る問題はこの理論仮説を実証することであるが、残念ながら、中国のOFDIの歴史は浅く、データの利用可能性に多くの限界がある（少なくとも、中国サイドの公式統計では実態を把握することは困難である）。その分析は今後の課題としたい。

(24) 金融不完全性を克服するための投資という特徴を加えるならば、三点となる。脚注11を参照。

参 考 文 献

- 青木浩治, 2009. 「通貨・金融危機とファイヤーセールFDI—韓国のカースー」
同著『アジア通貨・金融危機、および中国の台頭—理論・実証分析—』知泉書房、
第3章：63-91.
- 郭四志, 2011. 『中国エネルギー事情』岩波新書.
- 加藤弘之・上原一慶, 2011. 『現代中国経済論』ミネルヴァ書房.
- 帝国データバンク, 2010a. 「特別企画：中国企業による日本企業への出資実態調査」
2010年7月8日.
- 帝国データバンク, 2010b. 「特別企画：新興国企業による日本企業への出資実態調査」
2010年9月6日.
- 若杉隆平・戸堂康之・佐藤仁志・西岡修一郎・松浦寿幸・伊藤萬里・田中鮎夢, 2008.
「国際化する日本企業の実像—企業レベルデータに基づく分析—」
RIETI Discussion Paper Series 08-J-046, 9月.
- 李桂芳・儲賀軍, 2010. 『中国企業対外直接投資分析報告』中国経済出版社.
- Acharya, V., H.S. Shin and T. Yorulmazer, 2008. Fire-sale FDI. *Mimeo*. September.
- Almeida, H., M. Campello and D. Hackbarth, 2011. Liquidity mergers. *NBER Working Paper* No.16724, January.
- Blonigen, B.A., 1997. Firm-specific assets and the link between exchange rates and foreign direct investment. *American Economic Review* 87(3), June: 447-465.
- Buckley, P.J., L.J. Clegg, A.R. Cross, X. Liu, H. Voss and P. Zheng, 2007. The determinants of Chinese outward foreign investment. *Journal of International Business Studies* 38: 499-518.
- Brandt, L., J. Van Biesebroeck and Y. Zhang, 2009. Creative accounting or creative destruction? Firm-level productivity growth in Chinese manufacturing. *NBER Working Paper* No.15152. July.
- Brandt, L. and X. Zhu, 2010. Accounting for China's Growth. *University of Tronto Department of Economics Working Paper* No.394, February.
- Cernat L. and K. Parplies, 2010. Chinese foreign direct investment: What's happening behind the headlines? *Voxeu*, July 16.
- China Council for the Promotion of International Trade, 2010. Survey on current conditions and intention of outbound investment by Chinese enterprises, April.
- Cheng, L. K. and Z. Ma, 2010. China's outward foreign direct investment. In Robert C. Feenstra and Shang-Jin Wei eds., *China's Growing Role in World Trade*. The University of Chicago Press: Chicago and London, Chapter 14: 545-578.
- Cheung, Y.-W. and X.-W. Qian, 2009. The empirics of China's outward direct investment. *Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper* No.17/2009, May.
- Fontagné L. and L. Py, 2010. Determinants of foreign direct investment by Chinese

- enterprises in the European Union. *CEPII Research Report* No. 2010-01, July.
- Froot, K.A., and J.C. Stein, 1991. Exchange rates and foreign direct investment: An imperfect capital market approach. *Quarterly Journal of Economics* 106(4): 1191-1217.
- Fung, K.C., A. Garcia-Herrero and A. Siu, 2009. A comparative empirical examination of outward foreign direct investment from four Asian economies: People's Republic of China; Japan; Republic of Korea; and Taipei, China. *Asian Development Review* 26(2): 86-101.
- Hale, G., C. Long and H. Miura, 2010. Where to find positive spillovers from FDI in China: Disaggregated analysis. *Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper* No.14/2010, June.
- Hale, G. and C. Long, 2010. What are the sources of financing of the Chinese firms? *Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper* No.19/2010, July.
- Havrylychuk, O. and S. Poncet, 2007. Foreign direct investment in China: Reward or remedy? *The World Economy* 30(11): 1662-1681.
- Héricourt, J. and S. Poncet, 2007. FDI and credit constraints: Firm level evidence in China. *CEPII Working Paper* No.2007-11, May.
- Holmström, B. and J. Tirole, 1997. Financial intermediation, loanable funds, and the real sector. *Quarterly Journal of Economics* 112(3): 663-691.
- Ito, B., Y. Naomitsu, Z. Xu, X. Chen and R. Wakasugi, 2010. How do Chinese industries benefit from FDI spillovers? *RIETI Discussion Paper Series* 10-E-026, May.
- Jiang J. and J. Sinton, 2011. Overseas investments by Chinese national oil companies: Assessing the drivers and impacts. *IEA Information Paper*, February.
- Ju, J. and S.-J. Wei, 2010. Domestic institutions and the bypass effect of financial globalization. *Mimeo.*, May.
- Krugman, P., 1998. Fire-sale FDI. *Mimeo.*, March.
- Mayer, T. and G.I.P. Ottaviano, 2007. The happy few: New facts on the internationalization of European firms. *CEPR Policy Insight* No.15, November.
- Poncet, S., W. Steingress and H. Vandenbussche, 2009. Financial constraints in China: Firm-level evidence. *CEPII Working Paper* No.2009-29, November.
- Rosen D.T. and T. Hanemann, 2009. China's changing outbound foreign direct investment profile: Drivers and policy implications. Peterson Institute for International Economics *Policy Brief* No. PB09-14, June.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny, 2011. Fire sales in finance and macroeconomics. *Journal of Economic Perspectives* 25(1), Winter: 29-48.
- Song, Z., K. Storesletten and F. Zilibotti, 2010. The "real" causes of China's trade surplus. *Voxeu* 2 May.
- Song, Z., K. Storesletten and F. Zilibotti, 2011. Growing like China. *American*

急増する中国の対外直接投資

Economic Review 101(1), February: 196-233.

UNCTAD, 2011. Global and regional trends of FDI outflows in 2010. April 27.

[<http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=5884&lang=1>]