

**案件別事後評価：海外投融資事業 評価結果票 (2-8)**

外部評価者： 深澤 哲 (株式会社 日本経済研究所)  
 立脇 正義 (株式会社 日本経済研究所)  
 内山 由紀子 (株式会社 日本経済研究所)  
 評価月：2010年6月

国名：	中国		
案件名：	中国における金融センタービル建設運営事業（償却済み出資案件）		
出資承諾日：	1995年7月	出資承諾額：	5,000百万円
出資実行年：	1995年	出資実行額：	5,000百万円
日本の投資会社	日本側投資会社（出資構成：JICA、その他本邦民間企業34社等による出資）		
現地の事業会社：	現地ビル建設運営事業会社（出資構成：日本側投資会社80%、その他米国投資会社等による出資）		
事業目的：	中国に金融センタービルを建設することによって、外国金融機関の進出の促進を図り、もって、上海における国際金融センター建設に寄与する。		

項目	事業計画（1995年）	事業実績	評価結果
妥当性：	<p>(1)開発政策との整合性</p> <p>①中国政府は、上海浦東地区の開発を国家事業として推進しており、開発マスタープランの重点は以下の通り。</p> <p>1)金融貿易区での貿易・金融センターの設立</p> <p>2)輸出加工区での外資系企業誘致および外資系企業用工業団地の建設</p> <p>3)保税区内での自由港の開港</p> <p>4)ハイテク区での国内外の先端技術の導入</p> <p>②中国政府は、1990年4月浦東開発を国家プロジェクトとして承認し、1993年1月に浦東新区管理委員会を設置。これにより、1990年代以降、世銀（上海新港、浦東国際空港）、アジア開発銀行（南浦大橋、揚浦大橋）等外資導入を図りインフラ整備を積極的に推進している。</p> <p>③1995年3月の第8全人代において浦東開発を積極的に推進することが確認された。</p> <p>④中国政府は、本件に対して以下の支援を付与。</p> <p>1)上海市は、浦東地区金融貿易区を中心となる一等地を廉価にて提供。（上海側は、土地を50年の使用権形態で売却し、その代金は浦東地区のインフラ開発などに充当する方針）</p>	<p>(1)開発政策との整合性</p> <p>①中国政府は、第11次5カ年計画（2006-2010）の中で、上海市浦東地区で開催予定の万国博覧会（2010年5月1～10月31日）を、北京オリンピックに続く大規模イベントとして中国経済の牽引力であると位置づけ、上海市を重要な国際化拠点としている。</p> <p>②③本事業計画後も、以下のように上海（特に浦東地区）を優先的に開発する政策が引き続き実施されてきた。</p> <p>1)インフラ投資を優先的に承認</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・上海浦東国際空港（2000年）</li> <li>・地下鉄2号線（1999年）</li> </ul> <p>2)金融・貿易センターとして様々な優遇措置を付与</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・浦東に支店を持つ外銀にのみ、人民元取扱業務を認める。</li> <li>・外国商社の支店開設を浦東にのみ認める</li> <li>・商品取引所、証券取引所などの各種取引所を浦西から浦東へ移転させる。</li> </ul> <p>④中国政府の支援は、ほぼ計画通り実施された。但し、輸入資材の免税許可は得られず、課税された。</p>	<p>本事業は、事前・事後ともに中国政府が進める浦東地区開発の開発政策に合致している。</p>

項目	事業計画 (1995 年)	事業実績	評価結果
	<p>2)通常、建設等については外資 100%による事業は認められないが、本件については、ビル建設・運営を日米の外資 100%で行うことを許可。</p> <p>3)通常、工事の請負については中国側業者を使うことが義務付けられているが、本件については、建設を本邦ゼネコンが請け負うことを許可。</p> <p>4)輸入資材の免税。</p> <p>5)法人税 (国税) を 15%に軽減 (浦東地区全体)</p> <p>6)周辺のインフラ (道路、電力、水道、ガス、地下鉄等) 整備 (地下鉄との連絡通路設置)。</p> <p>7)上海市は、これら取り決めの尊重、各種手続きの迅速な処理等の支援を約束。</p>		
	<p>(2)開発ニーズとの整合性</p> <p>①計画時点での本ビルのオフィス需要は大きく、計画時点で既に、入居予定者の 1/3 を本邦出資者で確保していた。</p> <p>②当時中国への外資系企業の進出は活発であるが、これら企業が入居可能な高規格ビルが不足していた。</p> <p>③上海市の経済発展により今後も需要増大が見込まれていた。</p> <p>④2000 年には浦東空港が完成、人民元と外貨との自由兌換も実施される見込みであり、浦東新区への外資系企業の進出が一層盛んになることが予測され、その際のオフィス需要に対応する必要があるを見込んでいた。</p>	<p>(2)開発ニーズとの整合性</p> <p>日本側出資会社が実施している「2006 年上海進出企業オフィスニーズに関する調査」(上海に進出している主な多国籍企業 3,607 社対象、回収率 13.2%) の結果によると、2006 年から 3 年以内に上海進出企業が取る行動として以下の傾向が明らかとなった。</p> <p>1)上海オフィスが統括するエリアは拡大する傾向</p> <p>2)上海進出企業の雇用増加傾向、オフィス面積拡張傾向が継続する見込み</p> <p>3)オフィス新設・移転の目的は「オフィス面積の増加」「設備・機能の良いビルへの移転」</p> <p>4)金融・保険系企業を中心にオフィスビルのクオリティ、グレードに対する要求が高まる</p> <p>5)移転先として最も関心が高いエリアは昨年に引続き陸家嘴地区</p> <p>6)陸家嘴地区に対する金融・保険系企業と非製造系企業の関心が大幅に高まる</p> <p>7)ビジネスにプラスの影響を与える陸家嘴地区の要素は「地区イメージ」、「金融機関の集積度」</p>	<p>本事業は、事前・事後ともに中国の開発ニーズとの整合性がある。</p>
	<p>(3)日本の政策との整合性</p> <p>日本政府は、日中平和友好条約締結の翌年 (1979 年) 12 月に訪中した大平正芳首相(当時)が、対中 ODA の供与及び中国の改革・開放政策を積極的に支援していく用意があることを表明。</p>		<p>本事業は、開発当時の日本政府の対中国援助政策に合致している。</p>
	<p>(4)投融資スキームの妥当性</p> <p>事業計画当時、本事業は以下の通り JICA の出融資条件を満たしている。</p> <p>①事業出資者 (参考資料①参照)</p> <p>1)本邦企業 2 社以上の出資：該当</p>	<p>(4)投融資スキームの妥当性</p> <p>JICA が本事業から退出直前 (2006 年 3 月 31 日時点) の状況は左記の JICA の出融資条件を満たしているものの、事業環境の変化に対応して計画が変更になったため、民間のみで実施可能となったため、JICA 支援の</p>	<p>計画当初は、本事業への JICA 出資は妥当であった。</p> <p>&lt;理由&gt;</p> <p>本事業のように、計画当初、事業実施に巨額の出資金</p>

項目	事業計画（1995年）	事業実績	評価結果
	<p>2)本邦以外1社以上の出資：該当  3)中核企業の存在：該当  ②出資方法（参考資料①参照）  1)本邦投資会社経由の間接方式：該当  2)JICA 出資比率は本邦投資会社の50%以下：該当  3)JICA 出資比率は現地会社出資総額の25%以下：該当  4)JICA 出資額は50億円以下：該当  ③相手国政府の要請  1)相手国政府の要請または歓迎の意志表示：該当（上海市協力要請、中国政府の支援表明あり。  ④事業内容  1)当該事業実施が相手国の産業開発に寄与し、その経済発展に貢献：該当  本事業は中国政府の浦東区開発に貢献する経済発展に貢献、日米の金融機関が進出することにより上海国際金融市場としての発展に貢献、外国の金融機関が進出することにより中国で活動している外国系企業への支援が強化され、中国経済の発展に貢献、ビルの維持管理を通じた雇用創出(約800名)及び技術移転もある。  2)日本と相手国との関係緊密化にとって重要で、経済交流促進に貢献し、または国際協調による国際交流の促進に寄与：該当  日本と中国との民間レベルでの経済協力のシンボルとなる。  3)出資対象外事業（国際紛争に関係、環境対策が不適切、日本の輸出振興が目的との国際的批判を受ける可能性があるもの）：該当せず。  ⑤事業達成の見込み：該当</p> <p>以下の理由により、JICAの支援は、円借款ではなく出資形態が妥当。  ①本事業は巨額の設備投資（750億円）を要し、資金回収に長期間を要する収益性の低い事業であり、民間のみでの実施は困難。  ②中国の規定により事業費が30百万ドルを超える場合には、1/3の出資(250億円)を必要とし、中国のカウンターリスクにより、民間のみでの資金調達には困難。  ③稼働率および賃料の変動リスクを軽減のため、適当な出資比率を確保する必要がある。  （注）本項目では、対象案件全てに対して1990年に</p>	<p>意義はなくなった。</p>	<p>を要し、資金量が膨大で民間のみで調達できず、かつ、日中経済協力事業として意義のある事業である場合には妥当であった。</p> <p>但し、JICA退出時は、民間のみで資金調達が可能となったので、JICAの出資による継続関与は妥当ではなくなった。</p>

項目	事業計画（1995年）	事業実績	評価結果
	作成された中小型出融資の基準を用いて評価している。		
			以上より、本事業の実施は、中国の開発政策、開発ニーズ、日本の援助政策と十分に合致しており、投融資スキームの活用意義も十分認められるため、妥当性は高い。
効率性：	(1)アウトプット 高さ約460m（地上94階、地下3階）の金融センタービル（オフィス・店舗・ホテル・駐車場）の建設（総床面積30.3万㎡）ホテルは、オフィスの入居率を高めるための長期滞在用施設。営業面積は共用部分を除く23.4万㎡（オフィスは15.1万㎡）	(1)アウトプット（2004年10月時点） 高さ492m（地上101階、地下3階）に変更、集客力を高め、収益性を向上させるために、観覧施設、ホテル、商業施設、美術館等のアメニティ要素を付加した（総床面積38.1万㎡）。 営業面積は34.1万㎡（オフィスは23.1万㎡）に拡大。	当初計画より設備が増設（延床面積25.7%増）されたが、本事業の当初目的であるオフィス機能（規模）は保持されている。
	(2)インプット ①事業費（1995年10月時点） 合計約750億円（100%）  ②期間 1996年4月～2001年1月（57ヵ月） 1995年9月 日本側投資会社設立 10月 現地事業会社設立 12月 土地代金支払（1994年9月、1995年4月に引き続き、第三回目）  1996年春 着工 2000年12月 竣工 2001年1月 入居開始	(2)インプット ①事業費（2004年10月時点） 合計約1,050億円（100%）  ②期間 1997年10月～2008年6月（128ヶ月） 1997年10月に着工 （2001年の完成を目指したが、基礎工事完了後、アジア通貨危機等により複数の日本側出資会社が影響を受けたため、経済状況の回復を待つべく、計画の実行を一時見合わせた。） 2003年2月、準備工事再開、プロジェクト再始動 2004年11月、本格着工 2008年6月、テナントの入居開始 同年8月28日、竣工 同年8月30日、本格開業	①事業費 当初計画の140% <要因分析・妥当性> 外的要因に対応して建設工事を5年間見合わせたこと、そして、その間に、上海市を取り巻く環境の変化に対応して金融センタービルの基本設計を大幅に変更したことによるため、やむをえない。 ②期間 当初計画の224%  <要因分析・妥当性> 2001年の完成を目指したが、基礎工事完了後、アジア通貨危機等の影響を受けた本邦出資会社の状況を考慮して、計画の実施を一時見合わせたことが原因であり、妥当な経営判断であった。  また、延べ床面積あたり事業費を見ると、当初計画の13%増に留まっており、5年間の工事延期を考慮すると効率性に問題はない。
			以上より、本事業は全体の事業費については計画を上回り事業期間が大幅に上回ったが、当初計画よりアウトプットが充実したことを考慮し、効率性は中程度。
有効性：	(1) 定量的効果 ①運用・効果指標 外国金融機関の進出を促進する 1)1996年、外資系銀行が中国に131社の支店を開設	(1)定量的効果 ① 運用・効果指標 1)2009年末時点で中国に進出している外資系銀行は、現地法人28行、支店設立157行、外国銀行支店116行、合資銀行2行（中国人民銀行統計季報）	① 運用・効果指標 当該金融センタービルの建築は、上海金融センターへの外国金融機関・製造業の進出の一助となっている点、一定の効果があつたと評価する。

項目	事業計画 (1995 年)	事業実績	評価結果
		<p>2)2008 年末時点で上海に拠点を構える金融機関の44%が外資系で、外銀 17 社を含む多くが上海に本店を構える。</p> <p>3)上海市への外国投資は、実行額が 1996 年の 47.16 億ドル (契約件数 2106 件) から 2008 年の 100.84 億ドル (契約件数 3748 件) と 12 年間に倍増 (上海統計年鑑)</p> <p>4)本金融センタービルは、ホテル、オフィススペース、会議・等の提供により、浦東地区金融センターへの外国金融機関・製造業の進出の足がかりとなっている。</p>	
	<p>② 事業の収益性</p> <p>プロジェクトライフを 26 年間(1996-2020)として、オフィス入居率が順調に伸び (入居開始後 4 年目には 90%)、かつ、関税免除措置が適用される前提で、投資資金が回収されるのは、2014 年 (事業開始後、即ち、入居 20 年間) で IRR プラスと想定。</p> <p>(計算前提)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・事務所入居率：1 年目 60%、2 年目 70%、3 年目 80%、4 年目以降 90%</li> <li>・賃料:\$66/㎡月</li> </ul>	<p>②事業の収益性</p> <p>プロジェクトライフを 27 年 (1996-2021) として、2002 年 2 月時点で再計算され、下方修正された。(修正後も IRR はプラス)</p>	<p>②事業の収益性</p> <p>JICA は本事業の開業前に退出しているため、IRR の試算は不要。</p>
	<p>(2) 定性的効果</p> <p>特になし。</p>	<p>(2) 定性的効果</p> <p>特になし。</p>	<p>特になし。</p>
			<p>以上より、本事業の実施により一定の効果発現が見られ、有効性は中程度であった。</p>

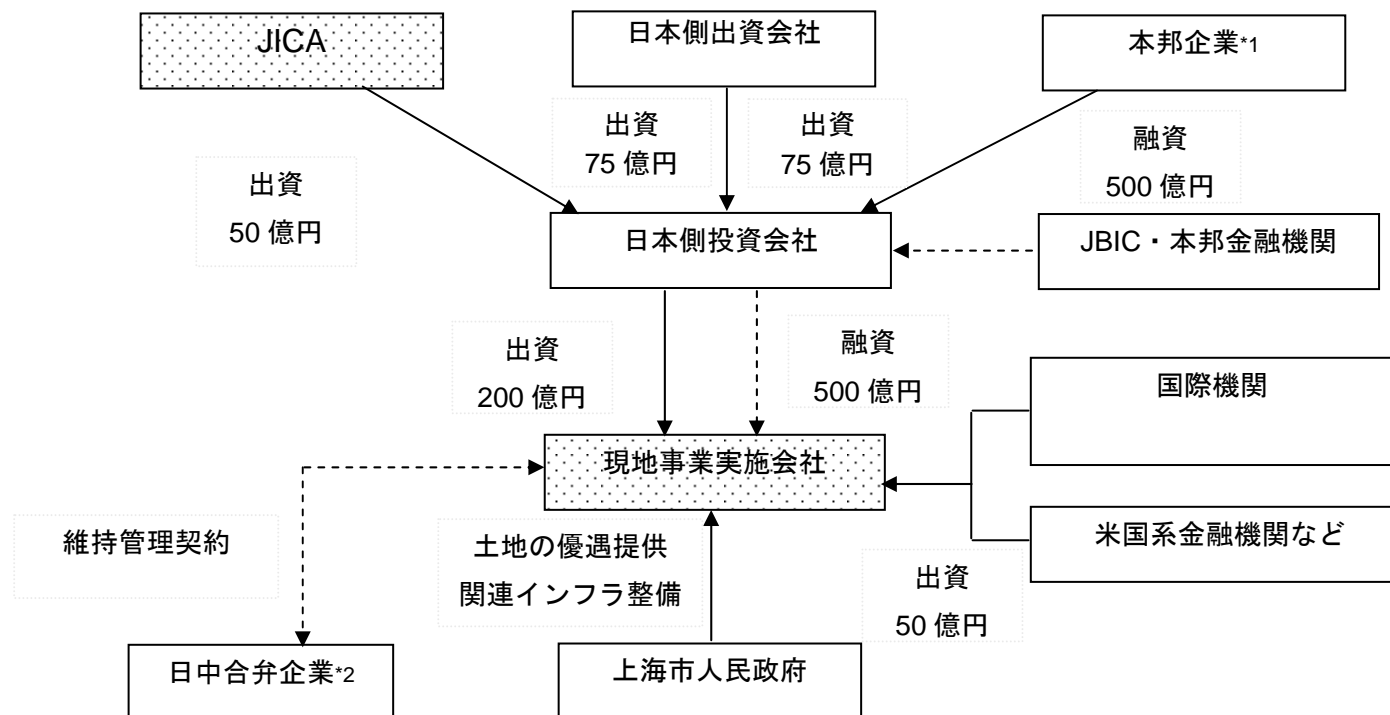
項目	事業計画 (1995年)	事業実績	評価結果
インパクト (有効性の評価を含む)	(1)インパクト (想定されたインパクト) 上海における国際金融センター建設に貢献する。	(1)インパクト (想定されたインパクト) 2010年3月12日、シティ・オブ・ロンドン政府発表の金融センターのランキング (世界75の金融街が対象) によると、上海は11位、国際金融センターとして着実に成長してきている。 ①取扱種類は世界有数 上海金融市場は、世界でも有数の取扱種類を誇っている。株式・債券・為替・外貨・商品先物・OTCデリバティブ・黄金・財産権取引市場等の全国的市場システムを構築している。 ②取引総額が増大 2009年、上海の金融市場取引規模 (外貨市場以外) は251兆元に上り、2008年を10.8ポイント上回った。 ③直接金融総額の全国シェア拡大 上海金融市場の発行した株式・国債・社債・上場企業債・企業短期信用取引総額が、国内シェアは2005年には17.7%、2006年には20.0%、2007年には25.2%と増大している。	上海の金融セクターとして成長を象徴するプロジェクトで金融機能集積にも貢献しており、企図されたインパクトは実現された。
	(2) その他正負のインパクト ①ビルの維持管理を通じた管理技術の移転 (『持続性 (2)』参照) ②雇用創出 ビルの建設の際の雇用、ビルの維持管理を通じた雇用創出 (約800人) 及びビル入居企業による雇用 ③自然環境へのインパクト 基本的に環境を汚染するような排水や廃棄物はない。但し、ビル内で発生する汚水排水は上海市の指導要綱に従う。 ④住民移転・用地取得 上海市サイドで、居住中の住民の立退明渡を行い、更地として土地引き取りを責任持って行う。したがって、投資サイドへ問題は生じない。事業地の住民に対しては、近郊に新たに住宅を建設予定。	(2) その他正負のインパクト ①ビルの維持管理を通じた管理技術の移転 (『持続性 (2)』参照) ②雇用創出 手元資料では確認できない。 ③自然環境へのインパクト 確認できる資料からは問題は特に報告されていない。 ④住民移転・用地取得 確認できる資料からは問題は特に報告されていない。	(資料不足により評価できない)
持続性 :	(1)運営維持管理の体制 ①以下の通り、ビル建設・維持管理・運営体制は固まっている。 1)センタービル建設には、日系建設会社による共同企業体があたる。 2)ビルの運営は現地事業会社おこなう。日本国内で金融機関を集めたインテリジェントビルの運営に実績	(1)運営維持管理の体制 ①現地制度の変更により、当初の日本企業のみによる施工体制から以下の変更が行われたが、日系建設会社の技術支援および日本側出資会社の総合調整があるので、今後のビル運営維持管理体制に問題はない。 ・ビル建設 : 2003年10月の計画見直しにより、ビル建設の施工を (日系建設会社による共同企業体ではな	ビルの運営維持管理体制に問題はない。

項目	事業計画 (1995 年)	事業実績	評価結果
	<p>のある日本側出資会社を中心となる。</p> <p>3)ビルの維持管理は別途、日中合弁企業を設立 (日本側出資会社、本邦管理会社、中国側出資会社、それぞれ 33%出資)</p> <p>②中国政府の支援が得られる。</p> <p>1)上海市が当該地区一等地を低廉価格にて提供</p> <p>2)ビル建設・運営を日米外資 100%で運営許可</p> <p>3)工事請負を本邦ゼネコンが請け負うことを許可</p> <p>4)輸入資材の免税</p> <p>5)法人税(国税)15%に軽減(浦東地区全体)</p> <p>6)周辺インフラ整備</p>	<p>く) 中国企業が担当し、それを日本側出資会社が指導することになった。</p> <p>・総合調整：日本側出資会社</p> <p>②中国政府の支援は継続</p> <p>1)-4) 建設終了</p> <p>5)事業存続期間中、法人所得税は一律 15%</p> <p>6)周辺インフラ (道路、電力、水道、ガス、地下鉄等) 整備はほぼ完了しているが、一部周辺道路工事中。</p>	
	(2)運営維持管理の技術 日本側建設会社の参加で技術移転及びビル経営管理面での高度なノウハウの移転が可能となる。	(2)運営維持管理の技術 運営 (賃貸、販売)、管理、及び関連サービス施設の運営に関しては、現地事業会社が実施。	特に問題はない。
	(3)運営維持管理の財務 ・稼働開始 2001 年 (事業開始 7 年目)、単年度黒字化 2002 年 (稼働後 2 年目)、累積損失解消 2003 年 (事業開始 9 年目)、配当開始 2003 年 (事業開始 9 年目)、出資金回収 2010 年 (事業開始 16 年目) ・本事業の総投資コストは、まず全額が資産として計上され、入居が始まり営業収入が立ち上がる初年度 (事業開始後 7 年目) 以降、毎年減価償却がなされる (約 30 億円/年)。	(3)運営維持管理の財務 (2002 年 2 月時点、日本側出資会社見込みベースケース) ・累積損失解消 2008 年 (事業開始 14 年目)、配当開始 2009 年 (事業開始 15 年目)、出資金回収 2018 年 (事業開始 24 年目) ・工事の遅延、施設の増設による延床面積の増加により総事業費は当初計画の 40%増となった。 ・開業が当初予定より 5 年遅れたことにより、単年度黒字化、および、累積損失の解消が各々 5 年間遅延する計画となった。	<p>本事業の運営維持管理に必要な財務の持続性はある。</p> <p>2008 年世界金融危機の影響でテナントの入居率は 50%前後に低迷していたが、2010 年 5 月の上海万博の開催により、再び事業が上向くと予想される。</p>
			以上より、償却前の時点における本事業の維持管理は、体制・技術に問題はないが、財務状況に軽度な問題があり、本事業によって発現した効果の持続性は中程度であった。
JICA の収支：	当初計画では、配当開始は、2003 年 (事業開始 9 年目)	本邦アドバイザー会社による現地事業会社の株式評価報告書 (2006 年 8 月 15 日) に基づき、同社の 2006 年 3 月 31 日時点の 1 株当たりの企業評価額の最終結果は、49,076-50,000 円となった。同社の 2005 年度決算時点では、累積損失の解消にはいたっておらず、退出までの期間に JICA への配当はなかった。	<p>出資金相当額を回収。</p> <p>無配のまま JICA は本事業から退出したため、収支への貢献はなかった。</p>
			以上より、本事業により JICA は収益・欠損なしであった。
アテンショナリティ：	<p>【項目別評価】</p> <p>①財務的リスク軽減策：該当。</p> <p>②非財務的リスク軽減策：該当。</p> <p>③開発効果の向上：該当。</p>	<p>【項目別評価】</p> <p>同左</p>	<p>JICA 退出 (2006 年 9 月) については、下記の理由により妥当な判断と評価できる。</p> <p>&lt;JICA 退出の理由・妥当性&gt;</p>

項目	事業計画（1995年）	事業実績	評価結果
	<p>④民間資金の動員：該当。 ⑤環境社会配慮の担保：該当。</p> <p>特記事項： ①本事業は巨額の設備投資（750億円）を要し、資金回収に長期間を要する収益性の低い事業であり、民間のみでの実施は困難である。また、中国の規定により事業費が30百万ドルを超える場合には、1/3の出資（250億円）を必要とするが、中国のカントリーリスクにより、民間のみでの資金調達は困難。 ②カントリーリスクの低減 JICAは、円借款業務において長年培ってきた中国政府との強いパイプを利用して、民間企業を代弁して中国側と交渉するなど、カントリーリスク最小化に務める役割を担っている。 ③稼働率および賃料の変動リスクを軽減するために適当な出資比率を確保する必要がある。 ⑤F/S資金を提供し、調査を実施(1995年10月)</p>	<p>特記事項： ①JICAの出資承諾時には見込まれていなかった、上海の経済活性化や都市基盤整備に資するような事業環境の変化(APEC開催、WTO加盟、オリンピック開催決定、上海万博立候補)があり、事業計画が変更され、民間資本のみで継続可能になったため、JICA出資継続の必要性は低下した。 ④民間資金の呼び水効果 本邦民間企業（都銀、長信銀、地銀、生保、損保、商社等）計34社の出資を実現。</p>	<p>JICAは、計画段階から、「本事業が順調に利益を上げるに至り、民間だけで事業が十分成り立つと認められる環境に成った場合には、保有株式の売却により資金回収に努める」と決定していたが、事業計画の変更および事業環境の変化により、実際に要件該当する事態となったため、2006年9月にJICAが保有する日本側投資会社の全株式10万株（2006年3月31日基準で実際取引価額法により1株=50,000円と算定）を日本側出資会社へ譲渡し、本事業から退出した。 (2)JICAが出資することによる呼び水効果はあった。 (3)カントリーリスクの低減 本事業の計画段階においては、中国のカントリーリスク、事業の巨額な設備投資等の要因から民間のみでは資金調達が困難であったことから、JICAの出資は意義があったと評価される。</p>
JICAへの提言	特になし		以上より、計画時、本事業をJICAが支援することによるアディショナルリティは高かった。
JICAへの教訓	<p>・本事業においては、ホスト国の持続的支援が得られたことが事業成功の必須条件であった。よって、今後の類似案件（カントリーリスクの高い国における民間の投資活動）においては、ホスト国の支援が事業期間中継続されるべく政府間の継続的な対話・交渉を重視するべきである。</p> <p>・本事業においては、リスク資本の補完という役目を果たした上でJICAは退出し、かつ、欠損を出すこともなかったが、今後の類似案件において、仮に、投資を実施した後に生じたプロジェクト趣旨や事業性の変更によりJICAが途中退出することになった場合には、一定のペナルティーを支払うことを制度化（契約に規定）することも検討されるべきである。</p>		



参考資料①：プロジェクト資金スキーム (1995年7月時点計画)

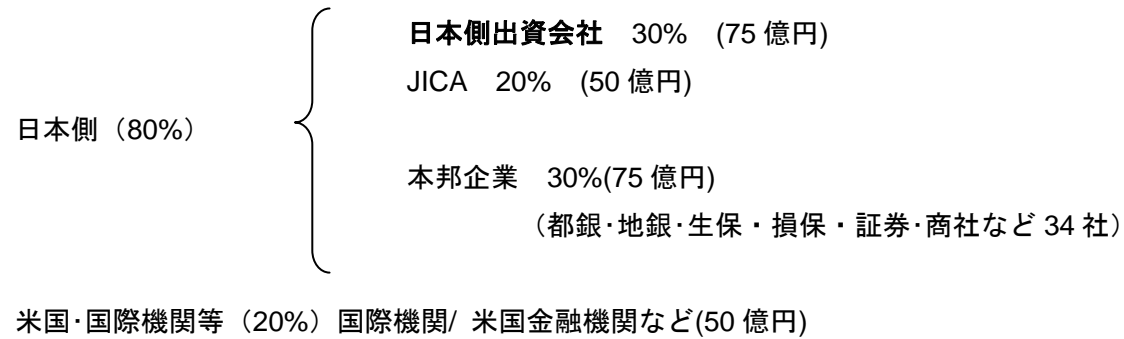


\*1 都銀、長信銀、地銀、生保、損保、商社など (計 34 社)  
 \*2 出資予定者：[日本側] 日本側出資会社・本邦ビル管理会社  
 [中国側] 中国側出資会社

参考資料②：株主構成

1)現地事業会社(1995年7月時点計画)

出資 250 億円(100%)



2)日本側投資会社(2001年3月末時点出資実行額)

出資金 123.8 億円(100%)・・・(うち 122 億円現地会社へ出資)

日本側出資会社 A 40.58 億円(33%)

JICA 26.7 億円 (22%)

その他日本側出資会社 34 社 56.52 億円(45%)